INSPER
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM DIREITO
LLM EM MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

TAMIRIS VEIGA DE SOUZA

APLICABILIDADE DA TEORIA DA IMPREVISÃO AOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS

SÃO PAULO
2021

TAMIRIS VEIGA DE SOUZA

APLICABILIDADE DA TEORIA DA IMPREVISÃO AOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS

Trabalho de Conclusão de Curso, para aprovação na disciplina Monografia II, relativa ao LLM em Mercado Financeiro e de Capitais do Insper.
Área de Concentração: Direito de Mercado de Capitais
Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

SÃO PAULO
2021

SOUZA, Tamiris Veiga de. Aplicabilidade da Teoria da Imprevisão aos contratos de derivativos. São Paulo, 2021.

Trabalho de Conclusão de Curso do LLM em Mercado Financeiro e de Capitais — Insper, 2021. Orientador: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Direito de Mercados de Capitais. 2. Derivativos.

I. Tamiris Veiga de Souza. II. Aplicabilidade da Teoria da Imprevisão aos contratos de derivativos.

TAMIRIS VEIGA DE SOUZA

APLICABILIDADE DA TEORIA DA IMPREVISÃO AOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS

Trabalho de Conclusão de Curso, para aprovação na disciplina Monografia II, relativa ao LLM em Mercado Financeiro e de Capitais do Insper. Área de Concentração: Direito de Mercado de Capitais

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

DATA DA APROVAÇÃO ___/____/_____

BANCA EXAMINADORA

_____

NOME COMPLETO
TITULAÇÃO
INSTITUIÇÃO

_____

NOME COMPLETO
TITULAÇÃO
INSTITUIÇÃO

_____

NOME COMPLETO
TITULAÇÃO
INSTITUIÇÃO

RESUMO

O presente estudo objetiva verificar a possibilidade de resolução dos contratos de derivativos tendo como base a teoria da imprevisão e onerosidade excessiva, por meio da combinação de análise dos principais aspectos desta modalidade contratual e do aprofundamento no estudo de fragmento importante da Teoria Geral dos Contratos, qual seja, a classificação dos contratos quanto ao risco assumido pelas partes e momento de execução. Inicialmente, este estudo visa apresentar o conceito do contrato de derivativo, as respectivas espécies e o que buscam as partes que operam nesse mercado. Na segunda e terceira partes, o trabalho propõe o resgate da classificação dos contratos para entender se as características que o contrato de derivativo carrega permitem a aplicação da mencionada teoria. Este trabalho possui fundamentos oriundos principalmente da doutrina e da jurisprudência, de forma a sustentar a opinião apresentada pela autora no decorrer da dissertação.

Palavras-chave: contratos de derivativos; teoria da imprevisão; onerosidade excessiva

ABSTRACT

This study aims to verify the possibility of solving derivative contracts, based on the Principle of Unpredictability and excessive burden, through the combination of analysis of the main aspects of this contractual modality and deepening the study of an important fragment of the General Theory of the Contracts, which is, the classification of the contracts regarding the risk assumed by the parties and the moment of its execution. Initially, this study intends to present the concept of the derivative contract, its types and what the parties operating in this market are looking. In the second and third part, the work proposes the rescue of the classification of contracts to understand if the characteristics that the derivative contract carries allow the application of the mentioned principle. This work has fundamentals arising mainly from doctrine and jurisprudence, in order to support the opinion presented by the author during the dissertation.

Keywords: derivative contracts; unpredictability theory; excessive burden

Dedicatória

Dedico este trabalho a Deus,

que me protege e guia a todo instante.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 9
1 DERIVATIVOS 10
1.1 Origem e funcionalidade dos contratos de derivativos 10
1.2 Conceito dos contratos de derivativos 11
1.3 Espécies de contratos 16
2 CLASSIFICAÇÃO DOS CONTRATOS E A TEORIA DA IMPREVISÃO OU DA ONEROSIDADE EXCESSIVA..... 28
2.1 Classificação dos contratos 28
2.2 A Teoria da Imprevisão ou Onerosidade excessiva 36
3 RESOLUÇÃO DO CONTRATO DE DERIVATIVO PELA TEORIA DA IMPREVISÃO E ONEROSIDADE EXCESSIVA 37
CONCLUSÃO..... 44
REFERÊNCIAS..... 47

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo esmiuçar a possibilidade de resolver um contrato de derivativo sob alegação de a obrigação ter-se tornado extremamente onerosa para uma das partes, com evidente ganho desproporcional para outra.

Para concluir o estudo, também é importante abordar os aspectos atinentes à aplicabilidade da teoria da imprevisão para resolver os negócios jurídicos e, por fim, analisar quais as características específicas dos contratos comutativos e aleatórios, assim classificados com base no risco do negócio.

Considerando o quanto compartilhado nos itens acima, é possível verificar que o debate gerado acerca da possibilidade de aplicar ou não a teoria da imprevisão aos contratos de derivativos busca embasamento principalmente na pesquisa doutrinária, o que inclui artigos e teses publicados.

Além disso, é imprescindível realizar a análise de pleitos realizados perante o Judiciário, assim como as respectivas decisões, com o fim de verificar como a jurisprudência tem se comportado com relação ao assunto.

Por fim, acompanhando a pesquisa doutrinária e jurisprudencial, também será dado o devido foco à legislação brasileira, no que couber.

O primeiro capítulo será focado no estudo dos contratos de derivativos e abordará os aspectos conceituais, a utilidade, as espécies de instrumentos mais comuns e os riscos envolvidos na operação.

No segundo momento, o trabalho tratará sob um ponto específico dentro da teoria geral dos contratos, qual seja, a classificação dos contratos no âmbito do Direito Civil especificamente quanto ao risco: contratos comutativos e aleatórios.

Por fim, no terceiro capítulo, será discutido o tema central desse estudo mediante exposição doutrinária que defende e que se opõe à possibilidade de aplicação da teoria da imprevisão aos contratos de derivativos. Além disso, também serão examinadas decisões pertinentes que incrementarão positivamente o presente trabalho.

1 DERIVATIVOS

1.1 ORIGEM E FUNCIONALIDADE DOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS

Os contratos de derivativos são instrumentos que dependem, integral ou parcialmente, de um contrato subjacente, isto é, referencial, e são utilizados pelas partes dele integrantes com o objetivo de se protegerem contra possíveis oscilações de preço de um ativo ou como método de alavancagem do capital.

De acordo com o folheto introdutório sobre o mercado em comento formulado pela antiga BM&F Brasil, em julho de 2007, o primeiro registro de negócio celebrado com obrigação de entrega de bem no futuro data do século XVII, no Japão feudal[1].

O país atravessava um período de mudanças econômicas, e o passado de agricultura primária, cuja renda ficava sujeita à colheita anual do arroz, precisava se alinhar ao expansionismo das cidades, que girava em torno da economia monetária, para que não se instaurasse uma grande crise no setor. A solução encontrada para que os cofres – a nobreza - do país não sofressem com a instabilidade inerente à economia baseada na agricultura foi o armazenamento do excedente da colheita para as regiões centrais para venda posterior. Os senhores feudais começaram a vender os recibos referentes à armazenagem aos comerciantes, que passaram a ter meios de se precaverem de eventuais incertezas. E, assim, no final do século XVII, consolidou-se o mercado com liquidação futura, o qual guardava características que o aproximam de uma das modalidades de derivativos que será estudada oportunamente: o mercado a termo.[2]

Tais contratos podem ser negociados no mercado de balcão ou na bolsa de valores. No primeiro caso, as operações são negociadas diretamente pelas partes envolvidas e, se por um lado, garante maior flexibilização nas

---

[1] BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p.7.Disponível em: < https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>. Acesso em 09 jul 2020.
[2] *Idem*.

cláusulas contratuais com manutenção do nível de detalhamento das obrigações, por outro, gera maior exposição das partes a risco de crédito[3].

Os compradores e vendedores de ativos também podem optar pela bolsa de valores. Nesse ambiente de negociações, a contrapartida de uma maior transparência na relação e garantia de condições de negociação mais igualitárias, bem como a disposição de mecanismos de autorregulação contra eventuais abusos das partes é a padronização do contrato, o que favorece meio liquidez [4].

1.2 CONCEITO DOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS

A palavra derivativo em si já revela a essência dessa modalidade de contrato, que encontra as origens no vocábulo inglês “derivatives” que, por sua vez, está relacionado ao fato de que o preço de um determinado contrato está sujeito à precificação de um ativo, dito subjacente, ou àqueles aplicados em outros mercados.[5]

No item anterior, uma breve conceituação de derivativos foi compartilhada com o objetivo de demonstrar que as relações comerciais que surgiram no Japão Feudal foram o embrião do que se conhece hoje por contratos de derivativos. E, consoante apontamento de Salomão Neto, foi na década de 1980, que surgiram novas espécies de derivativos e que a utilização dessa modalidade, genericamente falando, foi impulsionada. O cenário era este: o mercado financeiro e de capitais estava girando, mas não havia regulamentação adequada, e as taxas de juros e câmbio apresentavam-se instáveis.[6]

Assim, o derivativo passou a ser um instrumento importante para quem desejasse se proteger da flutuação dos preços no mercado e, partindo-se dessa premissa, conforme lições de Álvaro Affonso Mendonça, pode-se entender que:

> Derivativos são produtos financeiros oferecidos sob a forma de um contrato entre duas partes, em que existe o compromisso de comprar,

---

[3] MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011, p. 52.
[4] *Idem*, p. 53.
[5] *Idem*, p. 51.
[6] NETO, Salomão. **Direito Bancário**. 2ª ed. revista e ampliada. São Paulo: Editora Atlas, 2014, p. 467.

> vender ou realizar fluxos financeiros, tudo baseado numa regra de formação de preços previamente estabelecida e dentro de um prazo determinado.[7]

Conceito similar de derivativos é compartilhado pelos autores Leonel Molero e Eduardo Morello. Veja abaixo:

> Derivativo pode ser definido, portanto, como um acordo entre duas partes, de compra ou venda de um determinado ativo que será liquidado em data futura preestabelecida, por um preço previamente combinado, normalmente sem a necessidade de um investimento inicial. Quando é exigido algum desembolso no início do contrato, o valor deste é significativamente menor do que o necessário para comprar o ativo-objeto.[8]

E, ainda, Fabio Giambiagi:

> Derivativos são instrumentos financeiros cujo resultado depende da realização de uma variável aleatória, normalmente representado por um preço de um ativo em uma data futura. Eles existem para permitir a transferência de risco entre agentes da economia.[9]

Portanto, entende-se por derivativos um contrato bilateral de compra e venda no futuro, cujo preço está atrelado ao de um ativo subjacente.

Na sequência, serão analisadas as diversas finalidades dos contratos de derivativos e quem são os participantes do mercado em comento.

1.2.1. Finalidade dos contratos de derivativos e participantes

No item anterior, mencionou-se que uma das finalidades do contrato de derivativos é a proteção contra a variação de preços no mercado. O termo designado para a operação que visa mitigar o risco de perdas financeiras e patrimoniais no mercado de derivativos é o “hedge” e quem participa com esse intuito é o “hedger”.

> Os “hedgers” vão ao mercado de derivativos para montar operações que reduzam o risco a que estão submetidos por conta de flutuações nas variáveis que estão expostos. Podemos citar como exemplo de “hedgers” empresas que tem faturamento em moeda local e despesas em dólar e por isso ficam expostas ao risco de oscilações desvaforáveis na taxa de câmbio; agricultores que ficam expostos às oscilações do preço da produção e gestores de carteiras que precisam limitar o risco de seus investimentos.[10]

---

[7] MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011, p. 51.

[8] MOLERO, Leonel; Mello, Eduardo. **Derivativos: negociação e precificação**. 1. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2018, p. 18.

[9] GIAMBIAGI, Fabio. **Derivativos e Risco de Mercado**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier: PUC-Rio, 2018. p. 12 (paginação eletrônica difere da impressa). Disponível em: https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788595154742/. Acesso em: 19 jun 2021.

[10] BARBOSA, Guilherme Franco. **Arbitragem de volatilidade no mercado brasileiro de opções sobre ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – Instituto de Economia – UFRJ, Rio de Janeiro, 2011, p. 13. Disponível em: < https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2209/1/GFBarbosa.pdf>. Acesso em: 08 jun. 2021.

Vale mencionar, outrossim, o entendimento de Resmini:

> Os hedgers são os agentes que buscam nos derivativos uma forma de proteção de seus ativos contra oscilações de preços, esses agentes não visam o lucro com a operação com derivativos, mas sim transferir os riscos para outros agentes por meio de travas de preços, tanto em operações de compra como de venda. Esse era o objetivo primeiro da criação do mercado de derivativos.[11]

Em outras palavras, consoante exposição de Assaf Neto, o hedge funciona como um "seguro contra risco" e, para tanto, o operador deverá assumir uma posição no mercado de derivativos que seja inversa à que assumiu no mercado à vista, conforme exemplo abaixo:

> [...] o risco de queda de preço de uma safra agrícola no momento da comercialização, pode ser neutralizado caso o produto seja vendido no mercado futuro (produtor assume uma posição vendedora no mercado futuro). Se o preço do produto agrícola cair, estará protegido pela garantia do valor de venda contratado a futuro. O *hedge* ao garantir o preço e neutralizar o risco de uma redução em seu valor, pode também eliminar oportunidades de ganhos extraordinários do agente econômico. Por exemplo, uma subida relevante no preço do produto agrícola não seria aproveitada, diante do fechamento do negócio a um preço garantido fixado previamente.[12]

O referido autor também ensina que existem dois tipos de hedgers: o de compra e o de venda, conforme transcrito na sequência.

> Existem dois tipos de *hedgers*: de compra e de venda. Os *hedgers* de venda procuram proteção contra uma eventual redução nos preços de ativos que pretendem negociar (vender) no futuro. Para tanto, tomam hoje a decisão de vendê-los no mercado futuro, tendo uma garantia antecipada do preço. Os *hedgers* de compra, de outro modo, procuram maior segurança frente a uma possível alta de preços que poderá ocorrer no futuro em ativos que têm intenções de adquirir.[13]

Na contramão do hedge, outra finalidade para os contratos de derivativos é a especulação, que visa buscar os melhores negócios observando e operando conforme movimentações do mercado e que tem à frente uma figura conhecida como especulador.

> Enquanto os "hedgers" desejam reduzir sua exposição a movimentos adversos no preço de um ativo, os especuladores recorrem ao mercado de derivativos para tomar uma posição no mercado. Essa posição pode visar a valorização ou desvalorização do ativo ou apenas o grau de oscilação em seus preços como será explicado mais a frente. A opção por se posicionar via derivativos pode ter, entre outras, uma das seguintes razões: busca por alavancagem da posição, falta de um

---

[11] SARTOR, Bruno Resmini. **Estratégias no mercado de derivativos: Foco no Mercado de Opções de Ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Florianólopis, 2011, p. 15. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/121076/298936.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 08 jun. 2021

[12] ALEXANDRE, Assaf Neto. **Mercado Financeiro**. 14ª edição. São Paulo: Atlas, 2018, p. 320 (paginação eletrônica difere da impressa). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597018066/>. Acesso em: 08 jun. 2021.

[13] *Idem*.

> mercado líquido do ativo objeto e impossibilidade de montar determinada posição no mercado a vista por questões regulamentares do mercado em que o mesmo [sic] é negociado.[14]

Ainda, vale apresentar o ponto de vista de Resmini acerca do objetivo do especulador. Vide abaixo:

> O único objetivo dos especuladores é ganhar na variação dos preços dos derivativos sem, entretanto, se preocupar com o respectivo ativo. Os especuladores se posicionam em derivativos apostando na alta ou na baixa. Esse agente é um tomador de risco e suas operações normalmente são de curto prazo, ou seja, operam muito day trade, o que diminui o período de exposição ao risco. Exercem um papel fundamental na manutenção da liquidez do sistema.[15]

Nesse mesmo sentido, Assaf Neto esclarece que os especuladores:

> Tipicamente entram e saem do mercado de maneira bastante rápida (às vezes compram e vendem contratos no prazo de um dia), não demonstrando interesse comercial pelo objeto de negociação. Sua intenção restringe-se à obtenção de lucro medido pela diferença entre o preço de compra e o preço de venda.[16]

Interessante notar que tanto a cartilha da BM&F quanto o autor Assaf Neto destacam que os especuladores são vistos com maus olhos pelo mercado. Todavia, a participação destes no mercado futuro é primordial, pois, ao assumir os riscos elevados em busca de lucro, o *hedger* consegue se proteger – ele transfere o risco para o especulador – e ao mercado de futuros é assegurada a existência de liquidez. Salienta-se que o especulador é o único que assume riscos dentre os participantes do mercado de derivativos.[17] Confira abaixo o que diz Assaf sobre esse assunto.

> A presença do especulador no mercado futuro, apesar de muitas vezes ser mal compreendida e criticada, é importante no sentido de atribuir liquidez às operações. Ao assumir o risco dos contratos futuros, o especulador colabora ainda com as operações de *hedging*, as quais visam proteger os investidores das variações adversas nas cotações de mercado.[18]

---

[14] BARBOSA, Guilherme Franco. **Arbitragem de volatilidade no mercado brasileiro de opções sobre ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – Instituto de Economia – UFRJ, Rio de Janeiro, 2011, p. 13. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2209/1/GFBarbosa.pdf>. Acesso em: 08 jun. 2021.

[15] SARTOR, Bruno Resmini. **Estratégias no mercado de derivativos: Foco no Mercado de Opções de Ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Florianólopis, 2011, p. 15. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/ bitstream/ handle/123456789/121076/298936.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 08 jun. 2021.

[16] ALEXANDRE, Assaf Neto. **Mercado Financeiro**. 14ª edição. São Paulo: Atlas, p. 320 (paginação eletrônica difere da impressa). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597018066/>. Acesso em: 08 jun. 2021.

[17] BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p.16 Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>. Acesso em 08 jun.2021.

[18] ALEXANDRE, Assaf Neto. **Mercado Financeiro**. 14ª edição. São Paulo: Atlas, p.32 (página eletrônica difere da impressa). Disponível em: https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597018066/. Acesso em: 08 jun. 2021.

A terceira finalidade que pode motivar a participação no mercado de derivativos é a arbitragem, que consiste na busca do lucro de lucro, sem assumir riscos. Neste caso, o arbitrador efetua uma compra no mercado com preço inferior e vende no mercado com preço superior, garantindo, assim, uma margem de lucro[19]. De acordo com Sergio Luis de Campos Filho, a figura do arbitrador "busca uma oportunidade para comprar e vender no mercado utilizando um mecanismo de operações simultâneas para minimizar os riscos"[20].

> Arbitragem é a prática de se tirar proveito das discrepâncias nos preços de um ativo negociado em mais de um mercado, entre um ativo e seu derivativo ou entre dois ativos/derivativos que possuam uma relação intrínseca. Através de transações realizadas em dois ou mais mercados obtém-se ganhos com pequeno ou nenhum risco através do aproveitamento de distorções momentâneas na relação entre os preços desses instrumentos. Quando o preço de um contrato futuro está abaixo ou acima do preço do ativo objeto do contrato no mercado a vista carregado a valor futuro há uma oportunidade de se obter um ganho livre de risco através da execução de operações em ambos os mercados, como exposto acima.[21]

E os arbitradores são conhecidos dessa forma, pois, a operação deles sana as distorções identificadas e equilibram os valores nos mercados.

> É importante notar que, à medida que os arbitradores compram no mercado A e vendem no B, aumentam a procura no mercado A (e, consequentemente, os preços) e a oferta no mercado B (causando, consequentemente, queda de preços). Em determinado momento, os dois preços tendem a equilibrar-se no preço intermediário entre os dois preços iniciais. O arbitrador acaba agindo exatamente como um árbitro, por acabar com as distorções de preços entre mercados diferentes.[22]

Resmini ainda cita Fortuna ao indicar um quarto participante desse mercado, que seria o Market maker.

> "O Market maker tem a obrigação de ser a contraparte nas ofertas de compra e venda das ações de uma determinada empresa." (FORTUNA, 2010, p.589). A atividade é autorizada pela CVM, deve ser exercido por pessoas jurídicas devidamente cadastradas para esse fim. Esses agentes têm por um dos principais objetivos aumentar a

---

[19] BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p.16. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>. Acesso em 08 jun.2021.

[20] FILHO, Sérgio Luis de Campos Filho. **Revisão, contabilização, características e utilização dos derivativos**. Dissertação (Especialização em Controladoria) – Universidade federal do Paraná – UFPR, Curitiba, 2017, p. 33. Disponível em: < https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/56505/R%20-%20E%20-%20SERGIO %20LUIS%20DE%20CAMPOS%20FILHO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 08 jun. 2021.

[21] BARBOSA, Guilherme Franco. **Arbitragem de volatilidade no mercado brasileiro de opções sobre ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – Instituto de Economia – UFRJ, Rio de Janeiro, 2011, p. 14. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2209/1/GFBarbosa.pdf>. Acesso em: 08 jun. 2021.

[22] BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. *Op. cit*. p.16. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>. Acesso em 08 jun.2021.

> liquidez do sistema, ajudando a corrigir as discrepâncias entre os preços de compra e venda. É uma ferramenta utilizada principalmente por empresas que acabaram de lançar ativos na bolsa.[23]

Expostas as conceituações dos contratos de derivativos, quais as finalidades que eles carregam e quem está por trás de cada uma delas, passa-se a análise das espécies de contratos.

1.3 ESPÉCIES DE CONTRATOS

1.3.1 Contratos a termo

Conforme mencionado anteriormente, uma das modalidades existentes de derivativos é o contrato a termo, utilizado como forma de proteção contra as oscilações do mercado.

> [...] têm por objetivo a redução dos efeitos da volatilidade do preço do ativo subjacente, sendo originários do agronegócio, especificamente do mercado commodities em que produtores e criadores buscavam a certeza de que na época das safras os preços de venda dos bens seriam suficientes para cobrir os custos com a produção, deixando ainda uma margem de lucro. Enquanto os produtores agrícolas buscavam proteção contra a queda dos preços na época da safra, a agroindústria visava a proteção contra a alta dos preços na entressafra.[24]

Assim, configura um contrato a termo, no âmbito dos derivativos, aquele em que partes formalizam uma relação de compra e venda de um ativo, mediante um preço especificado e com data de vencimento futura.

> Normalmente, os contratos a termo são negociados no mercado de balcão e representam um acordo de compra e venda de determinado ativo, moeda ou índice em determinada data previamente acordada pelas partes a um preço fixo que é estabelecido na data de celebração do termo.[25]

O autor Juliano Lima Pinheiro explica que o contrato a termo é muito semelhante ao negócio à vista, com a diferença de que àquele soma-se valor correspondente aos juros que são determinados pelo mercado em razão do termo estabelecido. Ainda, esclarece que para este tipo de operação, é

---

[23] SARTOR, Bruno Resmini. **Estratégias no mercado de derivativos: Foco no Mercado de Opções de Ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Florianólopis, 2011, p. 17. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/121076/298936.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 08 jun. 2021.

[24] RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de crédito: Aspectos Jurídicos**. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2015, p. 15. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14122015-091419/publico/Rodrigo_Alves_Rodrigues_Versao_Integral.pdf>. Acesso em: 28 maio. 2021.

[25] MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011, p. 51.

necessário prestar garantia na Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia, que pode ser por (i) cobertura ou (ii) margem. Ambos visam mitigar os riscos da operação; porém, na prática, o primeiro ocorrerá por meio do depósito do título-objeto, de modo que o vendedor não fique sujeito a prestar garantias adicionais, e segundo, por meio de depósito de valor. [26]

> Outrossim, informa que, sempre que tal redução ocorrer, deve ser realizado depósito adicional em dinheiro ou títulos/valores mobiliários autorizados pela B3.[27]

Avançando os estudos a respeito do contrato a termo, é importante ressaltar que se trata de contrato entre particulares, razão pela qual existe maior liberdade de negociação entre as partes, não sendo imperativa a observância dos padrões designados pela bolsa de valores, conforme expõe Assaf Neto Alexandre:

> O contrato a termo não deve obrigatoriamente seguir padrões impostos pelas bolsas de valores, já que se constitui em contrato particular firmado entre duas partes. O contrato a termo reflete um acordo particular estabelecido entre dois investidores, não sendo geralmente negociado em bolsas de valores.[28]

Ademais, explica que, uma vez que a operação será liquidada numa data certa no futuro, a ela não são aplicáveis ajustes periódicos. *In verbis*:

> As operações a termo não sofrem ajustes periódicos a valores de mercado, considerando que a entrega final do ativo-objeto (liquidação do contrato) se dará numa única data futura acordada. É bastante raro uma liquidação antecipada de contrato a termo.[29]

Aprofundando o conhecimento sobre a liquidação deste tipo de contrato, Juliano Lima Pinheiro entende que esta pode ocorrer também de forma antecipada, desde que solicitada pelo comprador, vendedor ou por acordo mútuo:

> As operações contratadas poderão ser liquidadas na data do vencimento ou em data antecipada solicitada pelo comprador, pelo vendedor ou acordo mútuo das partes, sendo que o tipo de antecipação do prazo de liquidação deve ser indicado no momento de realização da operação; caso contrato, prevalecerá o acordo mútuo.[30]

Com relação a esse assunto, a antiga BM&F entende que esses contratos são liquidados apenas no vencimento. Contudo, há a possibilidade de repassá-lo, pela vontade do comprador, caso seja negociado em bolsa.

---

[26] PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 423.
[27] *Idem*.
[28] ALEXANDRE, Assaf Neto**. Mercado Financeiro**. 14ª edição. São Paulo: Atlas, 2018. p. 341 (paginação eletrônica difere da impressa). Disponível em: https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597018066/. Acesso em: 27 maio 2021.
[29] *Idem*.
[30] PINHEIRO, Juliano Lima**. Mercado de Capitais**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 423.

> [...] os contratos a termo são liquidados integralmente no vencimento, não havendo possibilidade de sair da posição antes disso. Essa característica impede o repasse do compromisso a outro participante. Em alguns contratos a termo negociados em bolsa, a liquidação da operação a termo pode ser antecipada pela vontade do comprador.[31]

Após as explicações acima, visando afastar eventuais dúvidas referente ao funcionamento do contrato a termo, veja a teoria aplicada a um caso prático.

Um vendedor quer vender 20 sacas de arroz e cada uma dessas sacas custa R$10,00 no mercado atual. Contudo, a *commodity* terá o processo de produção finalizado somente daqui a 30 dias. Do outro lado, tem-se um possível comprador que está disposto a pagar o valor total de R$200,00 por 20 sacas de arroz, do contrário o negócio dele poderá ser impactado. Assim, buscando proteção contra a oscilação do valor da *commodity*, o vendedor e o comprador firmam um contrato a termo, estabelecendo a venda dos 20 sacos de arroz por R$10,00 cada, totalizando R$200,00, com vencimento para 30 dias.

Na data do vencimento do contrato, podem ser verificadas duas situações. O preço por saca pode aumentar de R$10,00 para R$20,00 reais cada, hipótese em que o vendedor poderia receber R$400,00 caso não tivesse firmado o referido contrato. Desse modo, ele terá deixado de ganhar R$200,00, resultante da diferença do valor praticado pelo mercado e o valor do contrato, enquanto o comprador terá adquirido as sacas por valor inferior. Ou, pode ocorrer a retração do preço por saca de R$10,00 para R$5,00 reais cada. Neste cenário, como no mercado a venda ocorreria por R$100,00, o vendedor lucrará R$100,00, e o comprador, apesar do prejuízo, terá gasto o limite a que estava disposto, sem impactar o próprio negócio.

Por meio deste exemplo, é possível entender na prática ensinamento de Rodrigo Alves Rodrigues, segundo o qual “os contratos a termo bloqueiam os ganhos de qualquer das partes caso haja uma mudança no “estado da natureza” considerado na data de celebração do contrato.[32] Diante de possibilidades que

---

[31]BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS**. Mercados de Derivativos**. p. 23. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>. Acesso em 28 maio.2021.

[32] Rodrigues, Rodrigo Alves. **Derivativos de crédito: Aspectos Jurídicos**. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2015, p. 15. Disponível em: < https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14122015-091419/publico/Rodrigo_Alves_Rodrigues_Versao_Integral.pdf>. Acesso em: 28 maio. 2021.

podem levar a ganhos e perdas, é importante salientar que, uma vez celebrado o contrato a termo, as partes contratantes precisam arcar com os ônus e bônus do negócio, levando-o até o fim.

Não obstante o compartilhamento do exemplo que evidencia uma das vantagens da celebração de contrato a termo, vale destacar outros pontos trazidos por Sergio Luis de Campos Filho na dissertação apresentada perante a Universidade Federal do Paraná sobre controladoria de derivativos. Ele entende que uma grande vantagem na utilização deste tipo de contrato por uma sociedade, por exemplo, está no fato de que esta não precisa dispor de caixa para seguir com a operação, já que a liquidação ocorrerá no futuro. E, seguindo esta mesma linha de raciocínio, também é possível utilizá-lo como método de alavancagem de investimentos ou como uma aplicação de renda fixa, ambos fortalecidos pela inocorrência de desembolso no momento.[33]

Como desvantagens, Assaf aponta o risco de inadimplência, a baixa liquidez e a pouca transparência e controle[34]. Cabe a observação de que os dois primeiros riscos decorrem do terceiro, pois, uma vez que as operações são negociadas entre as partes, não orientadas pelas regulações do mercado, e ocorrem no mercado de balcão, torna-se difícil desfazer-se delas, gerando a baixa liquidez e o aumento do risco de inadimplência.

Já na cartilha organizada pela antiga BM&F sobre derivativos, são elencadas como desvantagens (i) a impossibilidade de recompra e revenda, pois, de acordo com a instituição, as partes não conseguem encerrar as respectivas posições antes da data do vencimento e repassar o compromisso assumido para outro participante; e (ii) risco de inadimplência e de não cumprimento do contrato, razão pela qual o valor solicitado a título de garantia são elevados.[35]

---

[33] FILHO, Sério Luis de Campos Filho. **Revisão, contabilização, características e utilização dos derivativos.** Dissertação (Especialização em Controladoria) – Universidade federal do Paraná – UFPR, Curitiba, 2017, p. 33. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br /bitstream/handle/1884/56505/R%20-%20E%20-%20SERGIO%20LUIS %20DE%20CAMPOS% 20FILHO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 27 maio. 2021.

[34] ALEXANDRE, Assaf Neto. **Mercado Financeiro**.14ª edição. São Paulo: Atlas, 2018. p.341 (paginação eletrônica difere da impressa). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597018066/>. Acesso em: 27 maio 2021.

[35] BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. Disponível em: < https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2% 20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>. Acesso em 28 maio.2021

O mesmo posicionamento é compartilhado por Rodrigo Alves Rodrigues ao defender a tese sobre mercado de derivativos:

> A desvantagem dos contratos a termo, que são negociados no mercado de balcão, reside no fato de que para que a parte possa se livrar de sua posição (caso, por exemplo, o mercado se movimente de modo que parte acumule perdas vultosas), deverá encontrar outro contratante que aceite assumi-la. Em tal situação a contraparte deverá aceitar tal substituição, o que é bastante difícil considerando que a operação é customizada. Além disso, deverá ser pago "prêmio" à parte que assumirá tal posição. Outra alternativa seria a liquidação antecipada do contrato, mas nesta situação deverá a parte arcar com as eventuais perdas acumuladas até então.[36]

Inegável que as vantagens existem e podem satisfazer as necessidades de quem opta por esta modalidade. Contudo, os vários entraves identificados no contrato a termo contribuíram para a criação dos contratos futuros, os quais serão estudados no próximo item.

1.3.2 Contratos futuros

Essa modalidade de contrato, surgiu em Chicago, em meados do século XIX, devido às dificuldades enfrentadas no cumprimento do contrato a termo quando do vencimento deste. Era decorrente das (i) sucessivas falências e (ii) empecilhos à entrega de mercadorias agrícolas provocados pela destruição das áreas de plantio nas batalhas e reorganização da produção pelas fazendas. Assim, diante de tal cenário, tornou-se necessário mitigar a exposição ao risco de crédito e estimular operações especulativas que promovessem maior liquidez[37].

Criou-se, como consequência do contrato futuro com o objetivo de trazer as seguintes melhorias, consoante lições de Rodrigo Alves Rodrigues:

> [...] Permitir direta ou indiretamente (i) que facilmente as partes consigam compensar as suas posições por meio da aquisição de posição oposta; (ii) melhor administração de riscos; (iii) maior liquidez para o mercado com a atração de especuladores; (iv) transparência na formação de preços; (v) concentração de compradores e vendedores em um mesmo local, com a liquidação de tais operações pela própria bolsa ou por uma câmara de compensação independente; (vi) redução nos custos para a realização de tais operações; (vii) redução dos custos de financiamento da atividade produtiva em decorrência da redução dos riscos a que o financiado está exposto por meio da

---

[36] RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de crédito: Aspectos Jurídicos**. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2015, p. 16. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14122015-091419/publico/Rodrigo_Alves_Rodrigues_Versao_Integral.pdf>. Acesso em: 28 maio. 2021.

[37] MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011, p. 29.

> operação de hedge e (viii) criação de mecanismos de armazenamento e disseminação de informações relevantes no mercado.[38]

Pode-se afirmar, portanto, que o mercado futuro é uma versão mais elaborada do mercado a termo. Todavia, não obstante tais progressos, este tipo de contrato compartilha muitas semelhanças com o contrato a termo. Aqui também é celebrado um contrato em que uma parte assume a obrigação de vender um bem e a outra, de comprá-lo por preço determinado com vencimento futuro. Nas palavras de Álvaro Affonso Mendonça, o contrato futuro pode ser definido da seguinte forma:

> Instrumento derivativo com um conjunto de características padronizadas, sendo previamente estabelecido pela bolsa: características físicas do ativo subjacente do contrato, o seu tamanho (valor financeiro), a variação mínima de preço, a unidade de negociação, a data de vencimento e a sua forma de liquidação na data de vencimento.[39]

Por meio do conceito apresentado acima, é possível verificar que o referido instrumento segue um padrão orientado pela bolsa e essa é uma das maiores diferenças entre o contrato futuro e o contrato a termo, o qual é elaborado inteiramente conforme vontade das partes.

> Os contratos futuros são padronizados e fungíveis, o que possibilita sua negociação em bolsa, diferentemente dos contratos a termos que são *tailor made*. São fixadas determinadas cláusulas pelas bolsas, tais como vencimento, quantidade e qualidade dos ativos subjacentes negociados, locais e procedimentos para a entrega dos bens negociados entre outros. A bolsa também determina regras gerais e específicas para este tipo de operação visando melhor administrar os riscos e permitir a livre formação dos preços. Dentre estas regras podemos citar os limites de concentração de posições para clientes ou grupos de clientes, os limites para a oscilação de preços durante o dia para evitar a distorção no valor dos ajustes pagos e as definições de preço de ajuste.[40]

É evidente que a padronização de cláusulas do contrato futuro contribuiu para que o uso deste fosse disseminado, pois a homogeneidade assegura maior transparência e rapidez na troca de informações e, por conseguinte, maior liquidez. Portanto, considerando o caráter uniforme do contrato, não há necessidade de aguardar o vencimento dele para que a posição

---

[38] RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de crédito: Aspectos Jurídicos**. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2015, p. 16. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14122015-091419/publico/Rodrigo_Alves_Rodrigues_Versao_Integral.pdf>. Acesso em: 28 maio. 2021.

[39]MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011, p. 29.

[40]RODRIGUES, Rodrigo Alves. *Op. cit*., p.17. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14122015-091419/publico/Rodrigo_ Alves _Rodrigues_Versao_Integral.pdf>. Acesso em: 01 jun. 2021.

seja encerrada, como no caso do contrato a termo. O participante pode optar por fazê-lo antes do prazo final, uma vez que a relação do investidor será diretamente com a Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia e não com a contraparte.[41].

> Os contratos padronizados por regulamentação de bolsa são muito mais líquidos, pois, sendo uniformes, atendem às necessidades de todos os participantes do mercado. Assim, nenhum participante precisa carregar sua posição até a data de vencimento, podendo encerrar sua posição a qualquer momento, desde a abertura do contrato até a data de vencimento. Esse encerramento é feito por meio de uma operação inversa à original, que é o mesmo que transferir sua obrigação a outro participante.[42]

O mesmo entendimento sobre a liquidez conferida aos contratos futuros é compartilhado por Bruno Resmini Sartor, conforme se verifica abaixo:

> As negociações ocorrem na Bolsa, o que significa que a parte compradora não tem obrigações diretas a uma única parte vendedora, ou seja, as operações são transferíveis, o que torna o mercado mais líquido e distribui mais o risco.[43]

Ainda sobre os benefícios proporcionados pela padronização, a antiga BM&F expõe que as mudanças promovidas no contrato futuro tornaram a competitividade em relação a ele elevada, conforme transcrito abaixo:

> O mecanismo de funcionamento do mercado futuro imprimiu característica importante na negociação para liquidação futura: a competitividade. A homogeneidade dos produtos, a transparência e a velocidade das informações e a livre mobilidade de recursos permitem que os preços se ajustem conforme as leis de mercado, ou seja, de acordo com as pressões de oferta e procura. Como os participantes podem entrar e sair do mercado a qualquer momento, os futuros tornaram-se muito importantes para as economias em face de sua liquidez.[44]

Outra característica que diferencia o contrato futuro do contrato a termo é pagamento de ajustes diários. Enquanto no primeiro, ocorre apenas um ajuste, na data de vencimento, no segundo, os ajustes são realizados diariamente. Isto quer dizer que todos os ocorrem débitos e créditos nas contas

---

[41] PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 447.
[42]BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p. 29. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2% 20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf> Acesso em 01 jun. 2021.
[43] SARTOR, Bruno Resmini. **Estratégias no mercado de derivativos: Foco no Mercado de Opções de Ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Florianólopis, 2011, p. 17. Disponível em: < https://repositorio.ufsc.br/bitstream/ handle/123456789/121076/298936.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 08 jun. 2021
[44]BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p. 29. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF 2% 20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>. Acesso em 01 jun. 2021.

mantidas dos investidores com o fim de equalizar as posições com base no preço praticado naquela data.[45]

A cartilha da antiga BM&F compartilha explicação semelhante e avança, de forma didática, ao colocar que os débitos e créditos realizados correspondem à compensação lucros e prejuízos que se verificam diariamente nas referidas contas. Dessa forma, o risco da câmara de compensação das bolsas é diluído e, com ele, o risco de inadimplemento das operações.

> Ajuste diário é o mecanismo de equalização de todas as posições no mercado futuro, com base no preço de compensação do dia, resultando na movimentação diária de débitos e créditos nas contas dos clientes, de acordo com a variação negativa ou positiva no valor das posições por eles mantidas. Assim, os participantes recebem seus lucros e pagam seus prejuízos de modo que o risco assumido pela câmara de compensação das bolsas se dilua diariamente até o vencimento do contrato. O ajuste diário é uma das grandes diferenças entre o mercado futuro e a termo. Neste, há um único ajuste na data de vencimento, de maneira que se acumula toda a perda para o último dia. Logo, o risco de não cumprimento do contrato é muito maior do que nos mercados futuros, em que os prejuízos são acertados diariamente. [46]

Vale citar, ainda, as considerações de Guilherme Franco Barbosa no que diz respeito ao modo como funcionam os ajustes diários.

> A bolsa determina diariamente um valor chamado preço de ajuste e após tal valor ser apurado, normalmente através da observação dos preços praticados no mercado do contrato durante o pregão, as posições em aberto neste são ajustadas. Quem está comprado a um preço inferior ao de ajuste recebe o crédito da diferença, quem está comprado a um preço superior arca com o débito da diferença funcionando de forma análoga para posições vendidas.[47]

Corroborando as lições acima, Rodrigo Alves Rodriguez entende que o ajuste diário promove o monitoramento e redução do risco de crédito, além de permitir a liquidação do contrato antes da data do vencimento.

> Os ajustes diários têm a natureza de pagamento do preço e permitem que as bolsas e as câmaras de compensação monitorem e reduzam o risco de crédito a que estão expostas, de modo que o valor a ser pago pelo participante ao final do contrato tende a ser menor do que se a parte aguardasse o vencimento do contrato sem que tivesse realizado qualquer pagamento, pois os ajustes são pagos sempre considerando a cotação do dia anterior, de modo que no vencimento o montante necessário para fazer frente à obrigação será no máximo equivalente

---

[45] PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 447.

[46] BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p.30-31. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf> Acesso em 02 jun. 2021.

[47] BARBOSA, Guilherme Franco. **Arbitragem de volatilidade no mercado brasileiro de opções sobre ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – Instituto de Economia – UFRJ, Rio de Janeiro, 2011, p. 11. Disponível em: < https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2209/1/GFBarbosa.pdf>. Acesso em: 08 jun. 2021.

> ao ajuste de um dia. Com isso permitem a liquidação do contrato antes de seu vencimento, pois os ajustes neutralizam o distanciamento do preço à vista do preço futuro.[48]

Não obstante a diminuição dos riscos envolvidos, ainda é necessário o pagamento de valor denominado margem com a finalidade de garantir o cumprimento das obrigações dos participantes.

> Para mitigar o risco de não-cumprimento do contrato futuro gerado por eventual diferença entre o preço futuro negociado previamente e o preço à vista no vencimento do contrato, os mercados futuros desenvolveram o mecanismo do ajuste diário, em que vendedores e compradores acertam a diferença entre o preço futuro anterior e o atual, de acordo com elevações ou quedas no preço futuro da mercadoria. A margem de garantia requerida pela câmara de compensação é necessária para a cobertura do compromisso assumido pelos participantes no mercado futuro.[49]

Dando sequência, é importante esclarecer que o preço nesse mercado é formado pela diferença entre o preço futuro e preço à vista para uma ação específica no futuro. Aqui, cabe o seguinte esclarecimento: uma operação no mercado à vista equivale a uma compra e venda efetiva da ação, e uma operação no futuro quer dizer as partes estão assumindo o compromisso de compra e venda no futuro. Ou seja, o que as diferencia é a data de liquidação dos contratos.

Para finalizar a exposição sobre os contratos futuros, é comum deparar-se com os termos “posição”, “posição comprada” e “posição vendida”. Conforme expõe Alexandre Assaf Neto, posição é o termo utilizado para se referir ao saldo líquido de um investidor. Diz-se posição comprada para o investidor que tem um contrato futuro ou se ele tiver mais contratos futuros comprados que vendidos; e posição vendida se vendeu um contrato futuro ou, em determinado período, vendeu mais contratos futuros que comprou. Se, porventura, a quantidade vendida e comprada for igual, têm-se uma posição zerada.

---

[48] RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de crédito: Aspectos Jurídicos**. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2015, p. 18. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14122015-091419/publico/Rodrigo_Alves_Rodrigues_Versao_Integral.pdf>. Acesso em: 02 jun. 2021.

[49] BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p. 31. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>. Acesso em 08 jun. 2021.

1.3.3 Contratos de opções

A terceira modalidade que será tratada neste trabalho é a opção, instrumento por meio do qual se dá o direito à outra parte de exercer a compra ou a venda de um bem mediante o pagamento de determinado valor, ou seja, o mercado de opções não lida com ativo-objeto em si, mas com direitos a ela atrelados[50].

> O contrato de opção representa um direito de comprar ou de vender um ativo, mercadoria, índice ou moeda em uma data futura previamente acordada entre as partes a um preço predefinido.[51]

O autor Resmini também define os contratos de opção e, ainda, expõe a diferença entre estes e os contratos a termo e futuro. Veja:

> Nos contratos de opção a partes envolvidas na negociação possuem o direito de concretizar a operação combinada sem, no entanto serem obrigados a fazê-lo, ao contrário do que ocorre com os mercados a termo e futuros. Outra diferença do mercado de opções é que no momento da negociação é preciso efetuar um pagamento, além da margem em caso de operações descobertas, ao contrário dos mercados a termo e futuro.[52]

Nesse mercado, de um lado há os contratos de opção de compra (*calls*), que concedem o direito de compra de um ativo no futuro e por preço pré-estabelecido ("preço de exercício"), e do outro, os contratos de opção de venda (*puts*), que firmam a possibilidade de exercer o direito de venda de um ativo. Assim, voltando o olhar para dentro das respectivas operações, tem-se o seguinte. No primeiro caso, o comprador da opção ("titular de direito"), mediante o pagamento de determinado valor (prêmio da opção) na data da celebração do contrato, garante para si o direito de comprar um ativo no vencimento da opção (data do exercício). Se no momento do exercício do direito, o titular do direito decidir pela compra, o vendedor da opção ("lançador do direito") fica obrigado a vender o ativo e, como contraprestação, recebe o preço do exercício. No segundo cenário, o lançador assegura o direito de exercer a venda de um ativo na data do exercício pelo preço do exercício, também mediante pagamento de prêmio da opção. Se desejar seguir com a operação, o lançador é obrigado a

---

[50] PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 450.
[51] MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011, p. 79.
[52] SARTOR, Bruno Resmini. **Estratégias no mercado de derivativos: Foco no Mercado de Opções de Ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Florianólopis, 2011, p. 32. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/121076/298936.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 08 jun. 2021.

comprar o ativo. Se, porventura, até a data de vencimento do contrato, o titular do direito não o exercer, ele o perde, juntamente com o prêmio da opção pago.[53]

Na prática, o contrato de opção funciona em casos como este: uma empresa tem 10.000 quilos de arroz para vender dali a dois meses, sendo o preço atual do quilo R$10,00, mas o mercado está passando por uma crise que têm gerado muitas incertezas econômicas. Nesse cenário, a empresa decide firmar um contrato de opção de venda, no qual fica estabelecido que a empresa pagará o prêmio no valor de R$0,50 por quilo, ou seja, um total de R$5.000,00. Sabe-se que, exercendo o direito de venda, a empresa embolsa R$100.000,00, além do valor do prêmio. Se preço do quilo dobrar, a empresa ganhará R$200.000,00, de modo que exercer o direito de venda deixa de ser vantajoso, e ela perderá somente o valor do prêmio pago. Por outro lado, se o preço o arroz cair pela metade, o melhor caminho é o exercício do direito de venda para evitar prejuízos.

Posto tal exemplo, cabe compartilhar um esclarecimento sobre o prêmio do exercício feito por Salomão Neto:

> O emitente da opção de compra ou de venda tem a vantagem de receber de imediato um prêmio em dinheiro pago quando da criação da opção. Esse prêmio constitui para o adquirente da opção um acréscimo em termos econômicos ao preço se houver exercício da opção de compra, e uma diminuição do benefício representado por esse preço se houver exercício da opção de venda. Mesmo no caso de não exercício, o prêmio poderá evidentemente ser retido pelo emitente da opção.[54]

Superada questão sobre como operacionalizadas, importante salientar que existem tipos de opções, se consideradas quanto ao exercício. Ela pode ser do tipo americana, o que quer dizer que a opção pode ser exercida a qualquer momento até o vencimento do contrato. Em contrapartida, eleva-se o valor pago a título de prêmio. A opção que pode ser exercida apenas na data do vencimento é conhecida como europeia, que conta com prêmio inferior. Há autores que apontam a existência de um terceiro tipo de opção. Álvaro Affonso Mendonça entende que se trata de uma modalidade intermediária, chamada bermuda, que prevê a possibilidade de exercício em dias determinados como,

---

[53] MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011, p. 80.

[54] NETO, Eduardo Salomão. **Direito Bancário**. 2 ed. revisada e ampliada. São Paulo: Atlas, 2014, p. 480.

por exemplo, o primeiro dia do mês[55]. Já Juliano Lima Pereira reconhece a existência da opção asiática, que calcula o valor aplicável no vencimento pela média dos preços num período[56].

Encerrando o breve estudo sobre o contrato de opções, vale compartilhar que o exemplo exposto acima caracteriza uma operação de hedge. Contudo também é possível especular mediante utilização dessa modalidade.

1.3.4 Contratos de *swaps*

O conceito de *swap* gira em torno da própria tradução do termo que é "troca". Assim, entende-se por contrato de swap aquele em que é negociada a troca de riscos por meio da troca de fluxo de caixa.

> São contratos negociados em ambiente de balcão que realizam a troca de fluxos de caixa entre as partes, tendo como base a comparação da rentabilidade entre dois indexadores definidos no contrato.[57]

Outro conceito muito esclarecedor sobre *swap* é o que segue, dado por Fabio Giambiagi:

> Swap consiste em um acordo entre duas partes para troca de risco de uma posição ativa (credora) ou passiva (devedora), em data futura, conforme critérios preestabelecidos. As trocas (swaps) mais comuns são as de taxas de juro, moedas e commodities.[58]

A partir da informação de que swap é operada no mercado de balcão, depreende-se que esse não é um contrato com cláusulas padrão e, por isso, fica a parte impossibilitada de renegociá-lo, devendo aguardar a data de vencimento dele.

A liquidação do contrato de swap ocorrerá via liquidação financeira, o que significa que não haverá entrega de bem. Para melhor entender, suponha o seguinte: "A" tem um contrato cujo índice aplicável é o IPCA e "B" tem um contrato cuja correção está vinculada ao IGPM. Por meio do contrato de swap eles vão trocar as rentabilidades, conforme mencionado acima. Desse modo, na data do vencimento do contrato, uma parte paga à outra a

---

[55] MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011, p. 83.
[56] PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 451.
[57] GIAMBIAGI, Fabio. **Derivativos e Risco de Mercado**. 1. ed. - Rio de Janeiro: Elsevier: PUC-Rio, 2018. p.12 (paginação eletrônica difere da impressa). Disponível em: https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788595154742/. Acesso em: 19 jun. 2021.
[58]BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p. 57. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf> Acesso em 08 jun. 2021.

variação das taxas de juros trocadas. Ou seja, “A” pagará a variação do IGPM, e “B” do IPCA; na prática, o pagamento entre eles será pela diferença, uma compensação no sentido usual da palavra.

O exemplo supra evidencia de que se trata de mercado com baixa liquidez e que não há necessidade de ter caixa disponível no momento da operação.

Ademais, verifica-se que, além dos agentes comuns, as instituições financeiras e não-financeiras, este mercado conta com a participação de figuras específicas: o *swap broker* e o *swap dealer*:

> Desse mercado participam, principalmente, as instituições financeiras, as quais, de acordo com a legislação brasileira, devem estar sempre em uma das pontas do swap; e as não-financeiras, que utilizam esse instrumento para gerenciar os riscos embutidos em suas posições, reduzir o custo de captação de fundos, especular sobre os movimentos do mercado ou proteger-se da oscilação das variáveis sobre outro contrato de swap. Existem ainda dois outros agentes: o *swap broker* e o *swap dealer*. O *swap broker* identifica e localiza as duas partes que firmam o compromisso no swap. O *swap dealer* é o agente que se posiciona em uma das pontas de um swap quando surge o interesse de uma instituição pelo contrato, até que ele mesmo encontre outra instituição que deseje ser a contraparte em seu lugar.[59]

Por fim, vale compartilhar que existem vários tipos de *swaps*, tais como a de commodities, de índices, de moeda, de taxa de juros, sendo que este é o mais comum no mercado.

2 CLASSIFICAÇÃO DOS CONTRATOS E A TEORIA DA IMPREVISÃO OU DA ONEROSIDADE EXCESSIVA

2.1 CLASSIFICAÇÃO DOS CONTRATOS

No capítulo anterior, o presente trabalho tratou de esmiuçar as características pertinentes a cada uma das modalidades de contratos de derivativos. Contudo, a fim de alcançar o objetivo a que este se propõe, é necessário adentrar questões atinentes à Teoria Geral dos Contratos, pois, somente mediante estudo complementar da classificação dos contratos, da

[59] BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. p. 57. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-%20BK%20Introd%20Derivativos.pdf> Acesso em 08 jun. 2021

teoria da imprevisão e onerosidade excessiva, será possível analisar a aplicabilidade destes últimos aos contratos de derivativos.

Assim, alicerçado nos ensinamentos de Flávio Tartuce, os contratos podem ser classificados com base em diversos fatores, tais como (i) os direitos e deveres das partes envolvidas, (ii) o sacrifício patrimonial destas, (iii) o momento do aperfeiçoamento do contrato, (iv) os riscos da prestação, (v) previsão legal, (vi) a presença de formalidades ou solenidades, (vii) a independência contratual, (viii) o momento do cumprimento, (ix) pessoalidade e (x) definitividade do negócio[60].

Nesta oportunidade, será aprofundado o estudo de duas das classificações mencionadas acima, quais sejam, quanto aos riscos da prestação e ao momento do cumprimento desta, pois são as mais relevantes para a aplicação da teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva. Assim, dependendo do momento em que a prestação se cumpre, os contratos podem ser (i) instantâneos ou de execução imediata, (ii) de execução diferida ou, ainda, (iii) de execução continuada ou de trato sucessivo; quanto aos riscos que envolvem a prestação, os contratos podem ser comutativos ou aleatórios[61].

A seguir, essas modalidades serão tratadas individualmente, mediante exposição das características que as compõem. Desse modo, será possível compreender o porquê de tais classificações serem importantes para a teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva.

2.1.1 quanto ao momento do cumprimento da prestação

Um dos fatores que são considerados para a classificação dos contratos é o momento em que a prestação é cumprida pelas partes.

Conforme exposto acima, quanto a este quesito, verifica-se que os contratos podem ser (i) instantâneos ou de execução imediata, (ii) de execução diferida ou, ainda, (iii) de execução continuada ou de trato sucessivo.

---

[60] TARTUCE, Flávio. **Manual de Direito Civil**: volume único. 9ª ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2019, 522.

[61] TARTUCE, Flávio. **Direito Civil: Teoria Geral dos Contratos e Contratos em Espécie**, vol. 3. 14ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p.39.

Como o próprio termo revela, fala-se em contrato instantâneo ou de execução imediata aquele cujo aperfeiçoamento e cumprimento da obrigação ocorre de modo imediato[62]. Ou seja, as partes adquirem direitos e cumprem obrigações no exato momento de celebração do contrato[63], como ocorre no contrato de transporte público, exemplo este trazido pelo autor Paulo Nader, o qual explica que o passageiro efetua o pagamento da tarifa no ato do transporte, e não "avança para o futuro"[64]. Outro exemplo mais comum de contratos que se encaixam nessa classificação é o contrato de compra e venda.

Interessante destacar o ponto abaixo colocado por Nader, na obra "Curso de Direito Civil: Obrigações", publicada pela Editora Forense:

> Tal classificação é importante, uma vez que o tempo é fator de transformações. Em um contrato, as partes buscam o equilíbrio entre o quinhão que se dá e o que se recebe. Em se tratando de obrigação instantânea, quando a operação econômica se faz concentrada no tempo, o risco de desequilíbrio entre as prestações é mínimo. Um comprador, após pesquisa de mercado, adquire mobiliário em loja especializada, pagando à vista o preço ajustado. Eventual surto inflacionário não irá alcançar a operação mercantil.[65]

Nesse mesmo sentido, o doutrinador Flávio Tartuce expõe que:

> [...] os contratos instantâneos já cumpridos não podem ser alterados por fato superveniente, seja por meio da revisão por imprevisibilidade (art. 317 do CC) ou da revisão por simples onerosidade excessiva (art. 6.º, V, do CDC).[66]

Já o contrato de execução diferida, assim como no contrato de execução imediata, a prestação é cumprida de uma única vez. Contudo, o que o diferencia deste é o fato de que o cumprimento da prestação de uma das partes se dará no futuro. Assim, na compra e venda de um objeto qualquer, por exemplo, se o pagamento for realizado mediante cheque[67], título que determina o pagamento à vista, mas fica sujeito à compensação, tem-se um contrato de execução diferida.

Além das espécies já mencionadas, quanto ao momento do cumprimento da prestação, os contratos ainda podem ser de execução

---

[62] TARTUCE, Flávio. **Direito Civil: Teoria Geral dos Contratos e Contratos em Espécie**, vol. 3. 14ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p.39.
[63] Venosa, Silvio de Salvo. **Direito Civil: Contratos**, vol.3. 19ª edição. São Paulo: Atlas, 2019, p. 73.
[64] Nader, Paulo. **Curso de Direito Civil**, vol. 2. 9ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 58.
[65] *Idem*.
[66] Tartuce, Flávio. Direito Civil: Teoria Geral dos Contratos e Contratos em Espécie, vol. 3. 14ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 39.
[67] *Idem*.

continuada ou de trato sucessivo. Enquadram-se nesse grupo os contratos cujo cumprimento será realizado de forma sucessiva e periódica[68].

Nos contratos de execução continuada ou trato excessivo, as relações se estenderão no tempo em decorrência da própria natureza, como ocorre, por exemplo, no contrato o contrato de locação de imóvel que estabelece a obrigação de disponibilizar o bem para uma das partes e de pagamento mensal de valor referente ao aluguel para a outra. Ou, também, por vontade das partes envolvidas no negócio, como na compra e venda de uma televisão que será paga por meio de boleto em diversas parcelas.

Neste ponto, importante salientar que, independentemente se decorrente da natureza do negócio ou da vontade das partes, os contratos de execução continuada ou de trato sucessivo estão sujeitos à aplicabilidade da teoria da imprevisão ou onerosidade excessiva haja vista que, por se prolongar no tempo, as condições existentes no momento da contratação podem sofrer significativas alterações, impactando negativamente no negócio estabelecido.

Em todos esses contratos de trato sucessivo, situa-se o campo de aplicação da teoria da imprevisão, como a seguir será estudada. É no decurso de adimplemento do contrato que as condições originárias contratadas podem ser alteradas de molde a influírem jurídica e justificadamente no cumprimento de suas cláusulas. Daí o grande interesse prático dessa distinção.[69] No que diz respeito à espécie de contrato ora em comento, Paulo Nader, no mesmo sentido do doutrinador Venosa acerca da aplicabilidade da teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva, explica que se:

> alguém, todavia, adquire uma propriedade para pagamento em cinco anos, embutindo no preço fixo o cálculo previsto de desvalorização da moeda no período, a obrigação em tela será *periódica*. O alienante, no curso da obrigação, poderá ser surpreendido com o enfraquecimento da economia e perda do poder aquisitivo da moeda. Para evitar o desequilíbrio das condições contratuais, poderá apelar para a *teoria da imprevisão* (cláusula *rebus sic stantibus*), a fim de conseguir o reequacionamento dos valores da obrigação. Esta cláusula é uma exceção ao princípio *pacta sunt servanda* (os pactos devem ser cumpridos).

---

[68] Tartuce, Flávio. Direito Civil: Teoria Geral dos Contratos e Contratos em Espécie, vol. 3. 14ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 39.

[69] VENOSA, Silvio de Salvo. Direito Civil: Contratos, vol.3. 19ª edição. São Paulo: Atlas, 2019, p. 72.

E os autores também concordam que, na análise para apontar se as teorias indicadas podem ser aplicadas ao negócio, é desnecessária a diferenciação entre os contratos de execução continuada e diferida, uma vez que o elemento crucial desses negócios é o prazo, o que afasta o tratamento despendido aos contratos instantâneos[70].

Nader compartilha os ensinamentos de dois autores franceses sobre este assunto, conforme transcrito a seguir:

> nas operações de execução diferida, as partes também não ficam isentas do risco aqui considerado. Planiol e Ripert põem em destaque a imprevisibilidade a que estão sujeitos os contratos que não são de execução instantânea: "*Todo contrato cujo cumprimento não seja imediato expõe o devedor a eventualidades favoráveis ou desfavoráveis, como consequência de variações nas circunstâncias de fato que condicionam seu cumprimento*."[71] (grifo nosso)

Portanto, retomando os pontos que foram explorados neste subitem, dentre outras classificações existentes, os contratos podem ser classificados como contratos de execução imediata, quando ocorre o aperfeiçoamento e cumprimento das obrigações de ambas as partes no ato de celebração do contrato; como contratos de execução diferida, quando a prestação for adimplida no futuro num único ato; e como contrato de execução continuada ou de trato sucessivo quando o negócio se der de forma sucessiva e periódica. E, considerando que, esses últimos não se aperfeiçoam no momento em que são celebrados, ficam sujeitos a mudanças nas condições estipuladas na origem.

2.1.2 quanto ao risco do negócio

Os contratos também poder ser classificados quanto ao risco inerente ao negócio. Assim, eles podem ser comutativos ou aleatórios.

Contudo, antes de expor a definição dessas espécies, é importante adentrar numa outra classificação, a que se refere ao sacrifício patrimonial, pois aqueles contratos são uma ramificação de uma das espécies identificadas a partir dessa outra divisão.

---

[70] Venosa, Silvio de Salvo. Direito Civil: Contratos, vol.3. 19ª edição. São Paulo: Atlas, 2019, p. 72.
[71] Nader, Paulo. Curso de Direito Civil, vol. 2. 9ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 58.

Leciona Sílvio Venosa que, se considerado o sacrifício patrimonial, os contratos podem ser gratuitos ou onerosos. De modo suscinto, são considerados gratuitos aqueles em que a responsabilidade contratual recai apenas sobre uma das partes, enquanto a outra aproveita os benefícios proporcionados pela relação que se estabeleceu. Todavia, ressalta o autor que a existência de eventual obrigação para esta não descaracteriza a gratuidade do contrato. Do outro lado, diante da existência e prestação e contraprestação para todas as partes envolvidas no negócio, ainda que apresente eventual desproporção, fica configurada a celebração de um contrato oneroso. Este, por sua vez, pode ser classificado como contrato comutativo ou aleatório[72].

O contrato comutativo surge quando as partes conhecem todas as prestações que devem cumprir. Elas são certas e determinadas e, por isso, o risco do negócio é eliminado em determinados negócios. Flávio Tartuce cita como exemplo de contrato comutativo a compra e venda que, em regra, sabe-se qual o preço e qual o objeto a ser entregue, além do contrato de locação, pois sabe-se qual o bem será disponibilizado e qual o valor do aluguel.[73]

Na contramão do contrato comutativo, o Código Civil previu também a existência de contratos cuja *alea* é o cerne da prestação estabelecida entre as partes, podendo esta, consoante as lições de Adalberto Pimentel Diniz de Souza, ser compreendida como “a possibilidade de a parte auferir lucro ou incorrer em prejuízo financeiro em razão da superveniência de evento ou eventos posteriores à contratação”, e complementa, em outro momento, que se trata de:

> um evento favorável ou desfavorável a alguém que se dispõe ou se sujeita à sorte, à incerteza, à probabilidade de ganho ou perda. Está sujeito à aleatoriedade quem joga na loteria, contrata um seguro ou, do mesmo modo, sujeita-se ao risco de obter vantagem ou não em virtude de um evento futuro. A álea é, portanto, a possibilidade de ocorrência de um evento futuro favorável ou desfavorável ao interesse de um indivíduo.[74]

Afirma-se, portanto, que a celebração de negócio jurídico no qual o objeto é a própria alea será formalizada pela constituição de um contrato aleatório, instrumento regido pelos artigos 458 e seguintes do Código Civil de

---

[72] VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil: Contratos**, vol.3. 19ª edição. São Paulo: Atlas, 2019, p. 72.
[73] TARTUCE, Flávio. **Direito Civil: Teoria Geral dos Contratos e Contratos em Espécie**, vol. 3. 14ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 22.
[74] SOUZA, Adalberto Pimentel Diniz de. **Risco Contratual, onerosidade excessiva e contratos aleatórios**. Curitiba: Juruá, 2015, p. 113.

2002 e conceituado por Flávio Tartuce como um contrato em que “a prestação de uma das partes não é conhecida com exatidão no momento da celebração do negócio jurídico pelo fato de depender da sorte, da álea, que é um fator desconhecido”.[75]

Ele ainda explica que os contratos aleatórios podem ser assim considerados tanto em razão da própria natureza, como o é nos casos de seguro, por exemplo, como pela existência de elemento acidental, isto é, quando houver incerteza sobre a existência ou quantidade do objeto da prestação.

Em complemento às considerações acima, tem-se os ensinamentos de Luiz Fernando do Vale de Almeida Guilherme que ao comentar dispositivo do Código Civil afirma que:

> Aleatórios são os contratos em que o montante da prestação de uma ou de ambas as partes não pode ser desde logo previsto, por depender de um risco futuro, capaz de provocar sua variação. Com efeito, o contrato aleatório é aquele em que as prestações oferecem uma possibilidade de ganho ou perda para qualquer das partes, por dependerem de um evento futuro e incerto que pode alterar o seu montante.[76]

Esse conceito de contrato aleatório também é apresentado pelo Código Civil quando este é exemplificado pelo negócio jurídico no qual as partes assumem o risco da coisa ou de fato jurídico futuro não existir. *In verbis*:

> Art. 458. **Se o contrato for aleatório, por dizer respeito a coisas ou fatos futuros, cujo risco de não virem a existir um dos contratantes assuma**, terá o outro direito de receber integralmente o que lhe foi prometido, desde que de sua parte não tenha havido dolo ou culpa, ainda que nada do avençado venha a existir.[77](grifo nosso)

Entende-se, portanto, que se formalizará um contrato aleatório quando as partes negociantes firmarem uma obrigação não conhecida inteiramente por uma ou todas, pois o aperfeiçoamento desta dependerá de evento incerto e futuro.

Ainda, do artigo 458 do Código Civil, é possível depreender a existência de uma espécie contrato aleatório, o contrato de *emptio spei*, que se difere da espécie consagrada pelo artigo 459, também do código civilista, denominada *emptio sei speratae.* No primeiro, segundo Flávio Tartuce, a *alea*

---

[75] TARTUCE, Flávio. **Direito Civil: teoria geral dos contratos e contratos em espécie**. 13ª ed. ver. rev., atual. e ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 23.
[76] GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida**. Código Civil Comentado e anotado**. 2ª edição. Barueri, SP: Editora Manole, 2017, p. 291-292.
[77] Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm# secaoviicontratoaleatorio>. Acesso em 05 jul 2020.

diz respeito à existência da coisa em si, assim, o que se vende é a esperança e, ainda que aquela não venha a existir, a parte que se obrigou ao pagamento de determinado preço, terá de cumprir essa obrigação e de modo integral. No segundo, risco do negócio está atrelado apenas à quantidade da coisa, e a parte deverá arcar com o preço ajustado independentemente de a quantidade contratada ter ou não sido atingida.[78] O diferencial entre o contrato *emptio spei* e *emptio sei speratae* é que neste a inexistência da coisa obriga à restituição do preço que foi paga, conforme dispõe o parágrafo único do artigo 459, *in verbis*:

> Art. 459. Se for aleatório, por serem objeto dele coisas futuras, tomando o adquirente a si o risco de virem a existir em qualquer quantidade, terá também direito o alienante a todo o preço, desde que de sua parte não tiver concorrido culpa, ainda que a coisa venha a existir em quantidade inferior à esperada.
> Parágrafo único. Mas, se da coisa nada vier a existir, alienação não haverá, e o alienante restituirá o preço recebido.

Nos dois dispositivos mencionados, vê-se repetir a ideia de que as partes assumem risco, maior ou menor, diante da celebração de um contrato cujo objeto é coisa futura. Portanto, pode-se afirmar que a alea é inerente a essa modalidade de negócio jurídico, entendimento este reforçado pelos dizeres de Venosa, transcritos abaixo:

> No contrato aleatório, a álea deve afetar ambas as partes, de maneira geral. Nesse contrato, surge uma situação de expectativa para os contratantes, que dependem do curso dos acontecimentos para conhecer o objeto da prestação.[79]

Ou seja, o fato de as partes, no exercício da autonomia da vontade, optarem por celebrar um contrato cujas obrigações nascem de uma incerteza, afasta a possibilidade de pleito de revisão contratual com base na teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva. Haja vista que objetivo destas é justamente buscar reequilíbrio das relações negociais diante da ocorrência de situações imprevisíveis ou excessiva onerosidade, não seria lógico aplicá-las em casos em que as próprias partes decidem pela *alea*, pela sorte.

> Vale lembrar que não é possível, em regra, rever judicialmente um contrato aleatório que assumir qualquer uma das formas apontadas, seja pela ocorrência de uma imprevisibilidade ou em virtude da simples onerosidade excessiva, pois o risco, em casos tais, é da essência do

---

[78] TARTUCE, Flávio. **Direito Civil: teoria geral dos contratos e contratos em espécie**. 13ª ed. ver. rev., atual. e ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 24.
[79] VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil: Contratos**, vol. 3. 19ª edição. São Paulo: Atlas, 2019, p. 72.

> negócio celebrado. Entretanto, é possível rever a parte comutativa desses contratos [...]."[80]

A respeito do quanto exposto acima, vale destacar, outrossim, o que leciona Anísio José de Oliveira, conhecimento este compartilhado na obra de Adalberto Pimentel Diniz de Souza nos seguintes termos:

> Anísio José de Oliveira manifestou o entendimento de que a resolução do contrato por onerosidade excessiva não cabe nos contratos aleatórios, "pois o contratante desejou correr o risco declaradamente, colocou na álea o seu desejo, o seu gosto e, por via de consequência, terá de padecer nas causas fatais em que voluntariamente se dispôs.[81]

A aplicabilidade dessas teorias será estudada adiante, entretanto, é interessante notar que há uma concordância entre doutrinadores mencionados no sentido de que um contrato aleatório não deve ser resolvido sob o argumento de que a obrigação se tornou excessivamente onerosa.

Posto isso e esclarecidas as diferenças entre os contratos comutativos e contratos aleatórios, passa-se ao breve estudo da teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva.

2.2 A TEORIA DA IMPREVISÃO OU ONEROSIDADE EXCESSIVA

Quando as partes celebram um contrato, é possível que as circunstâncias ali presentes não se perpetuem.

> Art. 317. Quando, por motivos imprevisíveis, sobrevier desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução, poderá o juiz corrigi-lo, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, o valor real da prestação.

Ao elencar situações e mecanismos de extinção do contrato, prevê a possibilidade de revisão e até resolução deste devido à onerosidade excessiva, isto é, devido ao fato de a prestação ter se tornado demasiadamente onerosa para uma das partes, beneficiando a outra, em decorrência de eventos imprevisíveis. Ressalte-se, contudo, que o referido diploma legal dispõe que a aplicabilidade da resolução por onerosidade excessiva está restrita aos contratos de execução continuada ou diferida.

> 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema

---

[80] TARTUCE, Flávio. **Direito Civil: teoria geral dos contratos e contratos em espécie**. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 45 (paginação eletrônica difere da impressa). Disponível em: https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530993849/. Acesso em: 25 jun 2021.

[81] SOUZA, Adalberto Pimentel Diniz de. **Risco Contratual, onerosidade excessiva e contratos aleatórios**. Curitiba: Juruá, 2015, p. 113.

> vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.

Postos os dois dispositivos legais supra, vale mencionar que existe uma discussão doutrinária na qual uma vertente assume que o Código Civil de 2002 adotou a teoria da imprevisão e outra, que adotou a teoria da onerosidade excessiva. Contudo, não é foco deste trabalho discutir pormenorizadamente os institutos, mas apenas trazer informações que viabilizem o entendimento sobre eles. E, nesse sentido, destaca-se o entendimento do autor Flávio Tartuce, segundo o qual o referido diploma civilista prevê a possibilidade de "revisão contratual por fato superveniente diante de uma imprevisibilidade somada a uma onerosidade excessiva"[82].

Assim, diante de situação em que houver sido celebrado contrato de execução continuada ou diferida e que for verificado fato superveniente imprevisível que acarrete onerosidade excessiva para uma das partes, poderá a parte prejudicada requerer a revisão do contrato e resolução deste.

No próximo capítulo, este assunto será aprofundado sob o viés dos contratos de derivativos.

3 RESOLUÇÃO DO CONTRATO DE DERIVATIVO PELA TEORIA DA IMPREVISÃO E ONEROSIDADE EXCESSIVA

No capítulo anterior, foi exposto que, em regra, o contrato faz lei entre as partes, sendo verificada, no entanto, situação em que o negócio pode ser resolvido. Por se tratar de exceção, consoante ensinamentos de Maria Helena Diniz, devem ser observados requisitos para que seja possível proceder desta forma. Veja:

> O órgão judicante deverá, para lhe dar ganho de causa, apurar rigorosamente a ocorrência dos seguintes requisitos: a) vigência de um contrato comutativo de execução continuada que não poderá ser aleatório, porque o risco é de sua própria natureza, e em regra, uma só das partes assume deveres. [...] b) alteração radical das condições econômicas no momento da execução do contrato, em confronto com as do instante de sua formação; c) onerosidade excessiva para um dos contraentes e benefício exagerado para o outro; d) imprevisibilidade e extraordinariedade daquela modificação, pois é necessário que as

[82] TARTUCE, Flávio. **Direito Civil: teoria geral dos contratos e contratos em espécie**. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 227 (paginação eletrônica difere da impressa). Disponível em: https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530993849/. Acesso em: 25 jun 2021.

> partes, quando celebraram o contrato, não possam ter previsto esse evento anormal, isto é, que está fora do curso habitual das coisas, pois não se poderá admitir a rebus sic stantibus se o risco advindo for normal ao contrato.[83]

Conforme estudado previamente, a exposição das partes a risco ou não determinará se o contrato será comutativo ou aleatório. No primeiro grupo, tem-se os negócios jurídicos em que, no momento da celebração, serão cumpridas as prestações e contraprestações por todas as partes. No segundo, encontram-se os negócios em que as obrigações não estão suficientemente claras e determinadas para as partes, pois, sujeitam-se a evento futuro.

Vale relembrar que os contratos de derivativos podem exercer funções diferentes, dependendo de qual o objetivo final das partes. Se o contrato de derivativo tiver nascido com vistas a manter a exposição de risco sob controle, por meio da fixação prévia de um preço, tem-se o hedge. Porém, se o foco das partes integrantes for obter lucro diante das oscilações do preço do ativo no mercado de capitais, haverá especulação.

Portanto, fica claro que, diante do exposto acima, os contratos de derivativos inserem-se no rol de contratos aleatórios. Este é o entendimento compartilhado por Rafael Gaspar dos Santos, especialista no assunto pelo Insper.

> Os contratos de derivativos são contratos aleatórios, tendo em vista que as partes escolhem determinado ativo e se submetem a sua variação de preço. Portanto, a álea é parte do negócio, as partes escolheram correr o risco do ativo subjacente, de livre e espontânea vontade. Essa é a álea normal dos contratos de derivativos. Vale notar que as prestações, portanto, sempre serão desproporcionais entre as partes.[84]

Vê-se, portanto, que o primeiro requisito não é atendido.

A possibilidade de revisão e resolução contratual ainda depende de outros fatores, conforme explica Maria Helena Diniz em trecho destacado anteriormente: (i) ocorrência de situação imprevisível extraordinária, que (ii) alterará condições econômicas presentes na execução e (iii) gerará onerosidade excessiva para uma das partes e prejuízo avultoso para a outra.

---

[83] DINIZ, Maria Helena. **Curso de direito civil brasileiro**, vol. 3: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais. 31ª ed. São Paulo, 2015, p.184.

[84] SANTOS, Rafael Gaspar dos. **A Inaplicabilidade da Teoria da imprevisão aos contratos de derivativos**. Dissertação (Especialização em Mercado Financeiro e de Capitais e Direito dos Contratos) – Insper, São Paulo, 2017, p. 32. Disponível em: < http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1657/RAFAEL%20GASPAR%20DOS%20SANTOS_Trabalho.pdf?sequence=1 />. Acesso em: 18 ago. 2019.

Com base apenas no quanto exposto acima, seria possível aplicar a onerosidade excessiva aos contratos de derivativos; porém, é importante resgatar ensinamento anterior de que esses contratos se enquadram no grupo de contratos aleatórios e, assim, dependem essencialmente de uma *alea*.

Quando se analisa um cenário em que partes buscam se proteger de variações no preço de ativos ou passivos ou, ainda, auferir ganhos por meio da especulação, nota-se, nitidamente, que a *alea* é característica intrínseca às negociações. As partes estão buscando se resguardar de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, ou tirar vantagem deles, tornando, como ensina Diniz no trecho destacado acima, a alea normal deste tipo de contrato ilimitada.

Quando se fala em álea normal, vale mencionar o quanto posto por Adalberto Pimentel Diniz com base nos ensinamentos de Vicenzo Roppo:

> A álea normal do contrato corresponde ao risco que o contratante assume diante a contratação e para aferir essa álea é preciso analisar o tipo contratual, tendo em vista que cada tipo de contrato contém planos de repartição de riscos específicos. Exemplificadamente, considerando as oscilações típicas do contrato de bolsa (em que são negociadas ações), a álea normal desse tipo de contrato é totalmente diversa, ou até mesmo excessiva, tem em conta os contratos celebrados com base em valores de mercados diversos daqueles da bolsa de valores. É sabido que o mercado de ações varia constantemente e, por vezes radicalmente. Logo, é normal a álea de um contrato de bolsa com variações extremas nos preços das ações, o que permite afirmar, nesse caso, que a álea normal do contrato de bolsa é ilimitada.[85]

Com base nessa lição, entende-se que não é possível aplicar a onerosidade excessiva aos contratos de derivativos, uma vez que a natureza destes está essencialmente relacionada ao risco. A respeito desta colocação, há o Enunciado 440 da V Jornada de Direito Civil:

> É possível a revisão ou resolução por excessiva onerosidade em contratos aleatórios, desde que o evento superveniente, extraordinário e imprevisível não se relacione com a álea assumida no contrato.[86]

Importante mencionar que existe argumento favorável a essa aplicação. No artigo intitulado “Os Contratos de Derivativos e a Inaplicabilidade da Revisão ou Resolução por Excessiva Onerosidade”, de autoria de Daniel

---

[85] SOUZA, Adalberto Pimentel Diniz de. **Risco Contratual, onerosidade excessiva e contratos aleatórios**. Curitiba: Juruá, 2015, p. 113.

[86] Jornadas de direito civil I, III, IV e V: enunciados aprovados. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2012. Disponível em: < http://www.jf.gov.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-cej/EnunciadosAprovados-Jornadas-1345.pdf>. Acesso em 26 de jun 2021.

Silveri Arruda, ele cita o entendimento de Laura Coradini Frantz, segundo a qual a onerosidade excessiva pode ser aplicada aos contratos aleatórios, desde que se verifique que a *alea* atingida era alheia ao contrato, ou seja, não podia ser relacionada à alea do negócio.[87]

O autor Adalberto Pimentel Diniz de Souza compartilha desse entendimento ao defender que, num contrato aleatório, existem os riscos que as partes assumem quanto à oscilação de preço e riscos que vão além de qualquer expectativa das partes.

> É certo que a prestação no contrato aleatório é imprevista, incerta, absolutamente sujeita ao risco. As partes contratantes, porém, ainda que se sujeitem à prestação incerta no contrato aleatório, não se sujeitam aos eventos imprevisíveis que se situam fora da álea normal do contrato, ou seja, ao risco econômico do negócio [...] absolutamente fora do espectro dos riscos imaginados pelas partes quando da celebração do contrato.[88]

Não obstante, considerando que o entendimento da doutrina é pela não aplicação, ainda há pleitos de revisão contratual junto aos Tribunais de Justiça e Superior Tribunal de Justiça com base no fato de a obrigação ter se tornado demasiado onerosa.

No Estado do Rio Grande do Sul, uma empresa exportadora de calçados propôs ação alegando que em 2005, ocorreu uma retração no mercado que gerou custos elevados para a produção. Segundo ela, a queda do dólar impactou negativamente o caixa da empresa e a alternativa para não encerrar as atividades foi firmar contratos de hedge para fixar o valor do dólar americano e evitar mais prejuízos. As operações realizadas venceriam em 2009; porém, um ano antes, a economia mundial sofreu um choque que inviabilizou o adimplemento daquelas. Assim, nos autos, a empresa apontou a existência de cláusulas lesivas no contrato mãe de derivativos e o suposto desequilíbrio contratual pelo fato de as obrigações que cabiam a ela terem se tornado excessivamente onerosas.

---

[87] ARRUDA, Daniel Sivieri. **Os Contratos de Derivativos e a Inaplicabilidade da Revisão ou Resolução por Excessiva Onerosidade**. In: VARGAS, Fundação Getúlio. Coleção Jovem Jurista. Rio de Janeiro: Direito Rio, 2010. p.280. Disponível em:< http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10307/Cole%C3%A7%C3%A3o%20Jovem%20Jurista%202010.pdf?sequence=1&isAllowed=y#page=267>. Acesso em: 18 ago. 2019.

[88]SOUZA, Adalberto Pimentel Diniz de**. Risco Contratual, onerosidade excessiva e contratos aleatórios**. Curitiba: Juruá, 2015, p. 114.

Mais adiante, já em sede de apelação, de forma objetiva, o relator frisou que o argumento de que a obrigatoriedade do contrato entre as partes (*pacta sunt servanda*) é enfraquecido pela superveniência de acontecimento que torne a obrigação excessiva para uma das partes não é aplicável ao caso da autora. Isso porque os contratos de derivativos constituem "investimentos agressivos, arriscados" e que o risco de perda e ganho é intrínseca à operação.

Refletindo sobre o caso relatado acima, verifica-se que, a partir do momento em que a autora optou por investir no mercado de derivativos, ela assumiu o risco de a variação cambial favorecê-la ou não e, por se tratar de risco próprio do negócio, a alea presente no caso concreto é a normal, conforme estudado anteriormente. Dito isso, fica afastada a possibilidade de aplicação da teoria da imprevisão pela onerosidade excessiva. [89]

Importante ressaltar que também há decisão do Superior Tribunal de Justiça, publicada no Diário Oficial no ano de 2019, com a seguinte ementa:

> RECURSO ESPECIAL. DIREITO CIVIL E BANCÁRIO. CONTRATOS DE DERIVATIVOS. SWAP CAMBIAL SEM ENTREGA FÍSICA. COBERTURA DE RISCOS (HEDGE). CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. NÃO INCIDÊNCIA. CLÁUSULA LIMITATIVA DE RISCO. VALIDADE. TEORIA DA IMPREVISÃO. INAPLICABILIDADE. ONEROSIDADE EXCESSIVA. REVISÃO JUDICIAL. IMPOSSIBILIDADE. 1. Recurso especial interposto contra acórdão publicado na vigência do Código de Processo Civil de 1973

[89] APELAÇÃO CÍVEL E AGRAVO RETIDO. NEGÓCIOS JURÍDICOS BANCÁRIOS. AÇÃO REVISIONAL. CONTRATO GLOBAL DE DERIVATIVOS. RECURSO TEMPESTIVO. DESNECESSIDADE DE PROVA TESTEMUNHAL. INAPLICABILIDADE DO CDC. REVELIA NÃO GERA AUTOMÁTICA PROCEDÊNCIA. ALEGAÇÃO DE ONEROSIDADE EXCESSIVA. INAPLICABILIDADE DA TEORIA DA IMPREVISÃO. NÃO VERIFICAÇÃO DE VIOLAÇÃO AO PRINCÍPIO DA BOA-FÉ. JULGAMENTO DE IMPROCEDÊNCIA MANTIDO. [...] VI. Teoria da imprevisão e princípio da boa-fé. Mitigando o princípio da força obrigatória, a teoria da imprevisão justifica a resolução ou a revisão do contrato caso algum acontecimento superveniente e imprevisível desequilibre a sua base econômica, impondo a uma das partes obrigação excessivamente onerosa. No caso concreto, não se faz possível a aplicação da teoria da imprevisão, diante das características dos contratos derivativos: investimentos agressivos, arriscados, que proporcionam ganhos relevantes, como também perdas significativas. Considerando a natureza das operações firmadas (swap cambial), nas quais as partes negociam a troca de rentabilidade entre dois fluxos de rendimentos, vê-se que a empresa autora não figurou simplesmente como mutuária, mas sim como investidora em um mercado volúvel, assumindo, portanto, o risco atinente ao próprio mercado cambial ao apostar na manutenção da cotação do dólar estadunidense, auferindo, neste cenário, rentabilidade considerável. Não há, portanto, como reconhecer a existência de onerosidade excessiva com base na teoria da imprevisão. E, pelos mesmos fundamentos, não há como reconhecer que o Banco demandado teria agido em afronta do princípio da boa-fé previsto no art. 422 do Código Civil, pois tão somente seguiu o contrato cujas características são de risco para ambas as partes. VII. Resultado. Por todas as questões examinadas, mantém-se o julgamento de improcedência do pleito portal. AGRAVO RETIDO E APELO DESPROVIDOS. UNÂNIME. (TJRS. Apelação Cível nº 70064238751 (N° CNJ: 0109253-88.2015.8.21.7000). Relator: Liége Puricelli Pires. Data de publicação: 11/06/2015).

> (Enunciados Administrativos nºs 2 e 3/STJ). 2. Hipótese em que a parte autora, empresa fabricante de produtos de madeira para fins de exportação, busca a reparação de prejuízos que afirma ter sofrido na liquidação de contrato de swap cambial. **Alegação de imprevisibilidade e inevitabilidade da crise mundial, da qual teria resultado a maxidesvalorização do real em relação ao dólar no segundo semestre de 2008.** 3. Nos contratos de derivativos, é usual a liquidação com base apenas na diferença entre o valor do parâmetro de referência verificado na data da contratação e no vencimento, sem a anterior entrega física de numerário. 4. As normas protetivas do direito do consumidor não incidem nas relações jurídicas interempresariais envolvendo contratos de derivativos. 5. É válida a cláusula que prevê a rescisão antecipada do contrato de derivativo firmado com instituição financeira na eventualidade de ser alcançado limite previamente estabelecido de liquidação positiva para o cliente. 6. A exposição desigual das partes contratantes aos riscos do contrato não atenta contra o princípio da boa-fé, desde que haja, ao tempo da celebração da avença, plena conscientização dos riscos envolvidos na operação. 7. A aferição do dever de apresentar informações precisas e transparentes acerca dos riscos do negócio pode variar conforme a natureza da operação e a condição do operador, exigindo-se menor rigor se se fizerem presentes a notoriedade do risco e a reduzida vulnerabilidade do investidor. 8. **Os contratos de derivativos são dotados de álea normal ilimitada, a afastar a aplicabilidade da teoria da imprevisão e impedir a sua revisão judicial por onerosidade excessiva.** 9. Recurso especial não provido. (grifo nosso)[90]

Não obstante a ocorrência de uma crise econômica mundial, o Relator sustenta o entendimento de que não é possível aplicar a teoria da imprevisão e decidir pela resolução do contrato de derivativo, pois o caráter deste é de tomada de risco ilimitado. E, vê-se que no decorrer dos últimos anos, esse entendimento não foi alterado, pois, ainda no ano passado, o mesmo órgão da justiça brasileira

> AGRAVO INTERNO NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. AÇÃO REVISIONAL. ART.
> 535 DO CPC/1973. VIOLAÇÃO. NÃO OCORRÊNCIA. PREQUESTIONAMENTO. SÚMULA Nº 211/STJ. PROVA TESTEMUNHAL. INDEFERIMENTO. PRINCÍPIO DO LIVRE CONVENCIMENTO MOTIVADO. REVISÃO. IMPOSSIBILIDADE. SÚMULA Nº 7/STJ. CONTRATOS DERIVATIVOS. SWAP CAMBIAL. CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. NÃO INCIDÊNCIA. TEORIA DA IMPREVISÃO. INAPLICABILIDADE. ONEROSIDADE EXCESSIVA. REVISÃO JUDICIAL. IMPOSSIBILIDADE. PRESUNÇÃO DE VERACIDADE. MATÉRIA FÁTICO-PROBATÓRIA. REEXAME. SÚMULAS NºS 5 E 7/STJ. DIVERGÊNCIA JURISPRUDENCIAL PREJUDICADA. [...] 6. As normas protetivas do CDC não incidem nas relações jurídicas interempresariais que envolvam contratos derivativos, categoria na qual estão incluídos os contratos de ajuste de fluxos de caixa (swaps), em discussão nos autos. [...] 8. **Os contratos derivativos não são passíveis de revisão judicial por onerosidade excessiva a partir da aplicação da teoria**

---

[90] STJ. RECURSO ESPECIAL. RESP n° 1.689.225 - SP (2017/0120440-5). Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Data de publicação: 29/05/2019. Disponível em: < https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1828966&num_registro=201701204405&data=20190529&formato=PDF>. Acesso em 28 nov. 2019.

> **da imprevisão, pois os riscos e o desequilíbrio são componentes próprios da natureza do contrato.** [...] 11. Agravo interno não provido. (AgInt no AREsp 1052586/RS, Rel. Ministro RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA, TERCEIRA TURMA, julgado em 18/05/2020, DJe 26/05/2020)[91]

Além da jurisprudência, o entendimento de que não cabe aplicar a teoria da imprevisão e onerosidade excessiva nos contratos de derivativos também está selado no Enunciado 35 da I Jornada de Direito Comercial do Conselho de Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciário. *In verbis*:

> Não haverá revisão ou resolução dos contratos de derivativos por imprevisibilidade e onerosidade excessiva (arts. 317 e 478 a 480 do Código Civil).[92]

Diante de todo o exposto, resta evidenciado que não é possível resolver contrato de derivativo tendo como base a teoria da imprevisão e a onerosidade excessiva, pois, trata-se de modalidade contratual cuja álea é o cerne do negócio, uma vez que as partes buscam operar no mercado de derivativos com o objetivo de proteger-se contra alterações econômicas ou apostar em operações que gerem lucro.

---

[91] AgInt no AREsp 1052586/RS. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma. Data de publicação: 26/05/2020. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201700260562&dt_publicacao=26/05/2020>. Acesso em: 19 jun 2021.

[92] I Jornada de Direito Comercial. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2013. Disponível em: https://www.cjf.jus.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-de-direito-comercial/livreto-i-jornada-de-direito-comercial.pdf/. p. 54. Acesso em 22 de jun 2021.

CONCLUSÃO

O contrato de derivativos é um instrumento que está sujeito à precificação de um ativo, dito subjacente, ou àqueles aplicados em outros mercados.

Ele surgiu com a finalidade de atender ao mercado que buscava proteger-se contra a variação dos preços no mercado, mitigando o risco de perdas financeiras e patrimoniais; sendo possível utilizá-lo, ainda, para a especulação, o que equivale a uma aposta visando ao lucro.

Assim, ao longo do tempo foram criadas quatro espécies de contratos. O primeiro a ser estudado no presente trabalho foi o contrato a termo, cujo objetivo principal era resguardar-se contra oscilações do mercado, por meio da formalização de contrato de compra e venda de um ativo subjacente por preço determinado e data de vencimento futura. Trata-se de contrato entre particulares transacionado no mercado de balcão e, por isso, não há obrigatoriedade em observar padrão de cláusulas estabelecidos pela bolsa de valores. Além disso, usualmente, a liquidação ocorre apenas no vencimento. Estas características trazem desvantagens para este tipo de contrato na medida em que a transparência e controle das operações não são desejáveis, o que, por sua vez, reduz a liquidez e aumenta o risco de inadimplência do negócio.

A segunda modalidade foi o contrato futuro, que se assemelha conceitualmente ao contrato a termo; porém, possui um operacional aperfeiçoado se comparado a este. Também se trata de contrato em uma parte assume a obrigação de vender um bem a outra, e esta de comprá-lo por preço determinado em data futura. Porém, as cláusulas desse contrato seguem padrão estabelecido pela bolsa, favorecendo, assim, maior transparência e rapidez na troca de informações e, por conseguinte, maior liquidez, pois não há necessidade de aguardar o vencimento para encerrar a posição. Ressalte-se que, embora a liquidez seja maior em decorrência dos ajustes diários, ainda há risco de perdas ao operar com este tipo de contrato.

Em terceiro lugar, foram analisadas as características do contrato de opção, instrumento por meio do qual uma parte dá o direito à outra de exercer a compra ou a venda de um bem mediante pagamento de determinado valor,

conhecido como prêmio da opção. O exercício do direito de compra ou venda dependerá do funcionamento do mercado e poderá acarretar perdas financeiras para uma das partes.

A última modalidade é o contrato de *swap* que consiste numa relação negocial em que as partes trocam o fluxo de caixa. As partes operam no mercado de balcão, o que significa que não se trata de contrato com cláusulas padrão, tornando a liquidez deste muito baixa.

Com base nestas informações, as quais foram detalhadas no desenvolvimento do trabalho, foi apontado que os contratos de derivativos, no âmbito da Teoria Geral do Direito, são classificados como contratos de execução diferida, uma vez que as prestações são adimplidas num único ato no futuro; e aleatórios, pois as partes dependem de uma *alea*, o que as impede de conhecer integralmente as prestações sujeitas a evento futuro e incerto.

Sabe-se que as partes que pleiteiam a resolução de contrato com base nessa teoria devem se certificar de que se trata de contrato de execução continuada ou de trato sucessivo, haja vista que a necessidade de adimplir obrigações periódicas expõe a parte ao risco de ter as prestações alteradas drasticamente em razão de eventos futuros; e que seja um contrato comutativo, ou seja, que as partes saibam exatamente quais são as prestações e contraprestações. Ainda, devem verificar a ocorrência de fato imprevisível e extraordinário que modifique as condições econômicas presentes na execução e que gere uma excessiva onerosidade para uma das partes.

Embora os últimos requisitos sejam atendidos, a celebração do contrato de derivativo está intimamente relacionada a um evento imprevisível e extraordinário. Trata-se da *alea* intrínseca ao negócio, pois, conforme apontado oportunamente, as partes buscam esse mercado com o objetivo de proteger-se com oscilações do mercado, em qualquer nível, ou apostar em operações que gerem lucro, sujeitando-se a sofrerem perdas ou ganhos significativos.

Há autores que entendem ser possível resolver um contrato com base na teoria da imprevisão se a onerosidade excessiva for decorrente de *alea* extrínseca ao negócio. Todavia, em regra, a doutrina e jurisprudência, consoante exposto no presente trabalho, entendem que, dadas as características e

finalidade do contrato de derivativo, não é possível seguir com a resolução destes respaldados pela referida teoria.

REFERÊNCIAS

ALEXANDRE, Assaf Neto. **Mercado Financeiro**. 14ª edição. São Paulo: Atlas, 2018. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597018066/>.

ARRUDA, Daniel Sivieri. **Os Contratos de Derivativos e a Inaplicabilidade da Revisão ou Resolução por Excessiva Onerosidade**. In: VARGAS, Fundação Getúlio. Coleção Jovem Jurista. Rio de Janeiro: Direito Rio, 2010. p. 267-286. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10307/Cole%C3%A7%C3%A3o%20Jovem%20Jurista%202010.pdf?sequence=1&isAllowed=y#page=267>. Acesso em: 18 ago. 2019.

BARBOSA, Guilherme Franco. **Arbitragem de volatilidade no mercado brasileiro de opções sobre ações.** Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – Instituto de Economia – UFRJ, Rio de Janeiro, 2011, p. 13. Disponível em: < https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/2209/1/GFBarbosa.pdf>.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Mercados de Derivativos**. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1818183/mod_resource/content/1/ENS%20-%20MF2%20BMF%202007%20-20BK%20Introd%20Derivativos.pdf>.

BRASIL. Lei nº 10.046, de 10 de janeiro de 2002. **Institui o Código Civil**. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm>.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro: Teoria Geral das Obrigações**. São Paulo: Saraiva, 2004.

_____. **Curso de direito civil brasileiro, volume 3: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 31ª ed. São Paulo, 2015.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Aiádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FILGUEIRAS, Patrícia Martins. **Derivativos e governança corporativa: uma breve visão jurídica**. São Paulo, 2010. Dissertação (LLM Direito de Mercado Financeiro e de Capitais) – Faculdade Ibmec São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1255/Patr%C3%ADcia%20Martins%20Filgueiras_trabalho.pdf?sequence=1>. Acesso em 18 ago. 2019.

FILHO, Sérgio Luis de Campos Filho. **Revisão, contabilização, características e utilização dos derivativos**. Dissertação (Especialização em Controladoria) –

Universidade federal do Paraná – UFPR, Curitiba, 2017, p. 33. Disponível em: < https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/56505/R%20-%20E%20-%20SERGIO%20LUIS%20DE%20CAMPOS%20FILHO.pdf?sequence=1&isAllowed=y

GAZZI, Fabio Pinheiro. **Sistematização e Críticas à Teoria da Imprevisão e à Onerosidade Excessiva**. Disponível em: <http://www.editoramagister.com/doutrina_22843095_SISTEMATIZACAO_E_CRITICAS_A_TEORIA_DA_IMPREVISAO_E_A_ONEROSIDADE_EXCESSIVA.aspx>. Acesso em 18 ago. 2019.

GIAMBIAGI, Fabio. **Derivativos e Risco de Mercado**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier: PUC-Rio, 2018. Disponível em: https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788595154742/.

GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida. **Código Civil Comentado e anotado.** 2ª edição. Barueri, SP: Editora Manole, 2017.

MENDONÇA, Álvaro Affonso. **Hedge para empresas: uma abordagem aplicada**. Rio de Janeiro: Elsevier, São Paulo: Bovespa, 2011.

MOLERO, Leonel; Mello, Eduardo. **Derivativos: negociação e precificação**. 1. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2018.

NETO, Eduardo Salomão. **Direito Bancário**. 2 ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014.

NADER, Paulo. Curso de Direito Civil, vol. 2. 9ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 58

PAIVA, Rafael Bianchini Abreu. **Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-06082015-151224/>. Acesso em: 18 ago. 2019.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2018.

RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de Crédito: Aspectos Jurídico**. 2015. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: < http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-14122015-091419/pt-br.php>. Acesso em: 18 ago. 2019.

SANTOS, Rafael Gaspar dos. **A Inaplicabilidade da Teoria da imprevisão aos contratos de derivativos.** Dissertação (LLM Direito de Mercado Financeiro e de Capitais e Direito dos Contratos) – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo,

2017. Disponível em: < http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1657/RAFAEL%20GASPAR%20DOS%20SANTOS_Trabalho.pdf?sequence=1 />. Acesso em: 18 ago. 2019.

SARTOR, Bruno Resmini. **Estratégias no mercado de derivativos: Foco no Mercado de Opções de Ações**. Dissertação (Bacharelado) – Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Florianólopis, 2011, p. 15. Disponível em: < https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/121076/298936.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

SOUZA, Adalberto Pimentel Diniz de. **Risco Contratual, onerosidade excessiva e contratos aleatórios.** Curitiba: Juruá, 2015.

TARTUCE, Flávio. **Direito Civil: teoria geral dos contratos e contratos em espécie**. 13ª ed. ver. rev., atual. e ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2018, p.

TRENCH, Vanessa Trindade. **Derivativos cross-border e procedimentos de insolvência no Brasil**. 2011. (Especialização em Mercado Financeiro e de Capitais) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2011. Disponível em < http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1247/Vanessa%20Trindade%20Trench_trabalho.pdf?sequence=1>. Acesso em: 18 ago. 2019.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos**. 13. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2013.