

D  
Instituto Mackenzie  
Biblioteca George Alexander  
Direito

# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do  
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado  
e Biblioteca Tullio Ascarelli  
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,  
respectivamente anexos aos  
Departamentos de Direito Comercial e de  
Direito Econômico e Financeiro da  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da  
Editora Revista dos Tribunais Ltda.

# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

*Fundador:*

WALDEMAR FERREIRA

*Diretor:*

PHILOMENO J. DA COSTA

*Diretor Executivo:*

FÁBIO KONDER COMPARATO

*Coordenador:*

WALDÍRIO BULGARELLI

*Redatores:*

ANTONIO MARTIN, CARLOS ALBERTO SENATORE, HAROLDO M. VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MAURO DELPHIM DE MORAES, MAURO RODRIGUES PENTEADO, NEWTON DE LUCCA, NEWTON SILVEIRA, PAULO SALVADOR FRONTINI, RACHEL SZTAJN, VERA HELENA DE MELLO FRANCO.

*Serviços gráficos:* Editora Parma Ltda., Av. Antonio Bardella, 280  
— CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

*Edição e distribuição da*

**EDITORA**   
**REVISTA DOS TRIBUNAIS**

Rua Conde do Pinhal, 78 — Caixa Postal 678  
Tel. (011) 37-2433 — Fax (011) 37-5802  
CEP 01501-060 - São Paulo, SP, Brasil

# SUMÁRIO

---

## DOCTRINA

- **Do Regime Jurídico dos depósitos bancários e o “Plano Collor”** —  
Arnoldo Wald ..... 5
- **Negócio Jurídico de “Hedging”** — Nelson Eizirik ..... 13
- **Aplicação extraterritorial das resoluções do Banco Central do Brasil**  
— José Carlos de Magalhães ..... 23
- **Sociedade cooperativa e disciplina da concorrência** — Calixto Salomão  
Filho ..... 27
- **Direito de retirada do acionista no “Fechamento de Capital” de  
companhia** — Renato Ochman e Paula A. Forgioni ..... 38
- **O seguro de responsabilidade do produtor** — José Júlio Borges da  
Fonseca ..... 52
- **O seguro e o “Franchising” a verdade sobre a relação** — Luiz Felizardo  
Barroso ..... 65

## JURISPRUDÊNCIA COMENTADA

- **“Responsabilidade civil do Estado** — Comentários do Prof. Dr. Haroldo  
Malheiros Duclerc Verçosa ..... 75

## **CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTE NÚMERO**

### **ARNOLD WALD**

Advogado no Rio de Janeiro e Professor Catedrático de Direito Civil da UERJ.

### **CALIXTO SALOMÃO FILHO**

Advogado.

### **HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA**

Doutor em Direito Comercial da USP.

### **JOSÉ CARLOS DE MAGALHÃES**

Professor Associado da Faculdade de Direito da USP.

### **JOSÉ JÚLIO BORGES DA FONSECA**

Advogado.

### **LUIZ FELIZARDO BARROSO**

Professor Adjunto de Direito Comercial da UFRJ.

### **NELSO EIZIRIK**

Advogado no Rio de Janeiro — Membro da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização — Ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários.

### **PAULA A. FORGIONI**

Advogada em São Paulo — Doutorada em Direito Econômico pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

### **RENATO OCHMAN**

Advogado em São Paulo — Professor da Fundação Getúlio Vargas.

# DOCTRINA

---

## NEGÓCIO JURÍDICO DE “HEDGING”

NELSON EIZIRIK

1. Introdução — 2. Noção econômica do *hedging* — 3. Negócio jurídico de *hedging* — 4. A liquidação por diferença — 5. O contrato de *hedging* e o negócio indireto — 6. Contrato de *hedging* e seguro — 7. Conclusões.

### 1. Introdução

A crônica instabilidade da economia nacional tem levado os agentes econômicos a buscar instrumentos de proteção, seja frente aos índices que medem a sempre galopante inflação, seja frente à flutuação do valor da moeda nacional face às moedas estrangeiras, seja ainda frente às divergências entre os índices de preços e as taxas de remuneração de investimentos no mercado financeiro.

Algumas instituições financeiras têm introduzido, na prática do mercado, determinados negócios de proteção para os empresários e investidores frente às variações nos índices que medem o processo inflacionário. Trata-se de operações de *hedging*, mediante as quais busca-se prover os interessados de mecanismos de proteção para seus ativos e passivos, dada a disparidade e a imprevisibilidade dos índices de aferição da inflação, das taxas de juros e da desvalorização cambial.

Trataremos, no presente artigo, de analisar como podem ser recepcionadas, pelo sistema jurídico, as operações de *hedging*, que constituem uma realidade econômica nova e de enorme relevância na prática dos negócios.

### 2. Noção econômica do “hedging”

As operações de *hedging* foram institucionalizadas inicialmente nas Bolsas de Mercadorias, e, mais recentemente, a partir da década de 70, também nas Bolsas de Futuros de ativos financeiros.

De suas origens, até hoje, as negociações a futuro sempre tiveram como objetivo econômico essencial propiciar a redução de riscos, a chamada atividade de *hedging*. Tal se dá porque a venda a futuro (que não se confunde com a venda pura e simples para entrega futura da mercadoria) tem sido utilizada como forma de projetar os preços ao longo do tempo e estabilizar as possibilidades de lucros e prejuízos. Em trabalho clássico, Keynes<sup>1</sup> já conceituava o *hedging* como um autêntico “seguro de preços”.

Para se proteger contra o risco da variação de preços os agentes econômicos que atuam no mercado físico de determinada mercadoria assumem, no mercado futuro, uma posição igual e inversa àquela que mantêm no mercado à vista. Se os movimentos de preços são paralelos entre si, o ganho auferido em um mercado compensa a perda ocorrida em outro, permitindo assim aos agentes a manutenção de sua remuneração normal.<sup>2</sup>

Ao participar de uma transação no mercado futuro, as partes estabelecem um preço certo para a negociação da mercadoria no futuro. Como o preço da mercadoria no futuro pode diferir do preço fixado pelas partes, existe nitidamente um processo de transferência de riscos no mercado. Assim, por exemplo, o produtor de determinada mercadoria, ao vender o contrato futuro, transfere o risco das flutuações do preço para o comprador. Considera-se, nesse sentido, que os mercados futuros constituem basicamente mercados de riscos de variação dos preços dos bens neles transacionados<sup>3</sup>.

A institucionalização do *hedge* em Bolsas de Mercadorias ou de Futuros decorreu de dois fatores básicos: a) a padronização dos contratos; e b) a garantia prestada pela caixa de compensação e liquidação, a qual, como *clearing house*, banca todas as operações, atuando como compradora dos vendedores e como vendedora dos compradores<sup>4</sup>.

Considera-se, doutrinariamente, que o contrato a futuro constitui um negócio jurídico cujo objeto é o *hedge*, a proteção contra as flutuações de preço da mercadoria ou ativo financeiro objeto do contrato. Tal se dá porque a vontade das partes é manifestada com a intenção de buscar proteção contra a variação de preços ou de limitar riscos decorrentes de tais variações.<sup>5</sup>

Os contratos a futuro, enquanto mecanismos de redução de riscos, são negociados em Bolsas de Mercadorias ou de Futuros. Com efeito, são as bolsas que asseguram a tais contratos a necessária liquidez, mediante a reversão de posições. Em algumas legislações, como na dos Estados Unidos, por exemplo, os contratos a futuro somente podem ser concluídos em Bolsas de Mercadorias e de Futuros, sendo vedada a sua negociação privada<sup>6</sup>.

Nada impede, porém, conforme analisaremos em seguida, que operações de

*hedging* não instrumentalizadas mediante contratos a futuro possam ser legitimamente desenvolvidas fora das Bolsas, mediante negociações privadas.

### 3. Negócio jurídico de “hedging”

Ainda que as negociações a futuro, seja com mercadorias, seja com ativos financeiros, tenham como objetivo básico propiciar a redução de riscos, o *hedging*, tais operações, desenvolvidas nas Bolsas, não se caracterizam pela unidade formal de um esquema negocial determinado.

Na realidade, nas operações de futuro a função econômica do *hedging* perfaz-se mediante a justaposição de contratos, nos quais o *hedger* assume posições contrapostas, de vendedor e de comprador, de forma a compensar os respectivos riscos de variação de preços.

Conforme já observado doutrinariamente, não existiria, no caso, união instrumental ou interdependência jurídica; ocorreria uma interdependência *factual*, de natureza econômica, entre contratos equivalentes e opostos, concluídos com pessoas diversas, e que visam a compensar os seus efeitos reciprocamente. Os dois contratos (um de compra e outro de venda), com efeito, são completos e autônomos, independentes um do outro para sua existência e validade. Assim, o *hedging*, nos mercados futuros, não constituiria, na realidade, um contrato, mas uma operação econômica complexa, envolvendo dois contratos completos e juridicamente independentes de compra a termo.<sup>7</sup>

A *causa* de qualquer negócio jurídico traduz-se como o fator predominante da emissão da vontade das partes. Nesse sentido, a causa constitui a *finalidade prática* a que se destina determinado negócio, o fim econômico desejado pelas partes. Na lição clássica de Emilio Betti, a causa do negócio jurídico constitui o resultado concreto, predominantemente

econômico, que os contratantes se propõem a atingir, na conclusão de determinado contrato, ou seja, a contraprestação que uma das partes visa obter por meio de sua prestação.<sup>8</sup> Assim, a causa será encontrada pela pesquisa do *fim prático* desejado pelas partes em determinado negócio jurídico.<sup>9</sup>

Na economia de mercado, que se caracteriza pelo dinamismo constante, a vida econômica “alimenta” a vida do direito; particularmente em matéria obrigacional, o regramento das vontades é elaborado tendo em vista, essencialmente, permitir o desenvolvimento das relações econômicas.<sup>10</sup> Cumpre ao direito obrigacional, com efeito, instrumentalizar as relações econômicas; daí a importância do estudo da *causa*, mediante o qual perquire-se e legitima-se os objetivos visados pelos agentes econômicos.

A operação de *hedging* tem como objetivo econômico propiciar a proteção ou cobertura contra riscos, decorrentes, fundamentalmente, da variação dos preços; trata-se de negócio que visa, na terminologia legal norte-americana, a redução de riscos na condução de qualquer empreendimento comercial (“The reduction of risks in the conduct and management of a commercial enterprise”).<sup>11</sup>

O objetivo de redução de riscos é alcançado, nas Bolsas de futuros e de Mercadorias, mediante a justaposição de contratos, um de compra e outro de venda de *commodities* ou de ativos financeiros, nos quais o *hedger* assume posições contrapostas, num de comprador, noutro de vendedor, de forma a compensar os riscos da variação de preços. Há, no caso, uma operação complexa, instrumentalizada mediante contratos que, singularmente considerados, não expressam o objetivo desejado, de proteção contra os riscos de variação de preços.

Tal objetivo pode, validamente, ser alcançado mediante contrato de *hedging*.

Trata-se de negócio jurídico ainda não regulamentado, porém absolutamente legítimo, capaz de atender necessidades econômicas concretas e, no caso de economias caracterizadas pela quase absoluta incerteza quanto aos níveis futuros de inflação, como a nossa, às vezes preementes.

O negócio de *hedging*, na realidade, pode ser instrumentalizado em um único contrato, no qual a vontade das partes é manifestada expressamente com vistas à proteção de riscos de variação de preços.

Na realidade, uma das partes, o *hedger*, deseja a proteção; a outra, o “investidor”, ou “especulador”, aceita assumir tais riscos, podendo fazê-lo, legitimamente mediante remuneração. Tal remuneração, cobrada a título de “comissão”, pode ser objeto de *livre* estipulação entre as partes, em todos os seus aspectos: valor, forma e época de pagamento.

A estrutura do negócio jurídico de *hedging* poderia ser visualizada a partir do seguinte exemplo: A tem um crédito a receber, no prazo de 30 (trinta) dias, em dólares norte-americanos, mais uma taxa de juros de 6% ao ano, no valor principal de US\$ 100.000; por outro lado, deve pagar, também no prazo de 30 dias, um empréstimo que contraiu, de igual valor, corrigido pela variação da TR e acrescido de juros de 36% ao ano. Temeroso de que o crédito a receber possa eventualmente não cobrir o seu débito, procura B, o qual aceita, mediante uma remuneração determinada, garantir que, caso o valor da dívida supere o do crédito, ele, B, se responsabilizará por cobrir tal diferença; caso o valor do crédito de A seja superior ao de sua dívida, no vencimento, tal diferença será creditada a B.

Tipicamente, A é um *hedger*, alguém que deseja uma garantia contra os riscos de flutuações nos índices que corrigem seus contratos; B é um “especulador”,

que aceita assumir os riscos que lhe são transferidos por A.

No caso, a obrigação de B é de *garantia*. Além das obrigações de meio e de resultado, é reconhecida a existência de obrigações de garantia, cujo conteúdo consiste na eliminação de um risco que pesa sobre o credor da obrigação<sup>12</sup>. Na hipótese, B garante cobrir a diferença, eliminando portanto os riscos de variação de preços dos contratos de A; a responsabilidade de B, no caso, enquanto garantidor, será *objetiva*, independentemente de sua culpa ou dolo.

Os objetivos visados pelas partes, no caso, são absolutamente legítimos, nada impedindo que se obriguem validamente em contrato de *hedging*; a causa do contrato corresponde a uma necessidade econômica concreta de proteção contra as incertezas de variações de índices de atualização da moeda, que sem dúvida merece o reconhecimento e a tutela do ordenamento jurídico.

#### 4. A liquidação por diferença

O Código Civil, em seu art. 1.479, assim dispõe:

“Art. 1.479 — São equiparados ao jogo, submetendo-se, como tais, ao disposto nos artigos antecedentes, os contratos sobre títulos de bolsa, mercadoria ou valores, em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem, no vencimento do ajuste”.

Assim, os ajustes relativos a quaisquer valores, títulos negociáveis em bolsas de valores ou mercadorias cuja liquidação seja estipulada *exclusivamente* pela diferença entre o preço estabelecido pelas partes e a cotação verificada na data do vencimento, denominados *contratos diferenciais*, são equiparados ao jogo, para os efeitos da legislação civil.

O jogo e aposta, no sistema do Código Civil, são subordinados, quanto aos efeitos legais, aos mesmos princípios jurídicos. A característica básica de tais figuras reside no fato de serem ajustes *eminentemente aleatórios*. Com efeito, tanto no jogo como na aposta, a incerteza *total* do acontecimento constitui a própria razão de ser de sua estipulação. Por definição, então, em tais estipulações a “*álea*” é absoluta.

Conforme o Código Civil, o contrato diferencial é equiparado ao jogo, sendo portanto considerado como aquele ajuste pelo qual duas ou mais pessoas se obrigam a pagar certa soma àquela que resulte *vencedora*, nos termos das regras estabelecidas pelos contratantes, ou por terceiros, e por eles aceitas.

Nos termos do Código Civil, seja o jogo lícito ou ilícito, não gera ele, para o perdedor, a obrigação jurídica de pagar. A dívida de jogo, com efeito, é juridicamente inexecutável pelo credor. Uma vez paga, porém, não constitui liberalidade tal pagamento, descabendo assim a repetição. Isto significa que, aquele que paga espontaneamente dívida de jogo não pode recorrer à Justiça para reaver o que deu. Há possibilidade de repetição em dois casos: a) se a dívida de jogo foi ganha com dolo; b) se o perdedor é de menor idade ou interdito. Considera-se que nos casos acima inexistente o consentimento livre do devedor, único fundamento para que não pudesse ser repetida a soma por ele perdida.

Ao equiparar o contrato diferencial ao jogo, considera-se, no sistema do Código Civil, que tal contrato constitui negócio merante fictício, uma vez que não haveria, por parte do vendedor, vontade de alienar, nem, por parte do comprador, vontade de comprar. Tratar-se-ia, então, de ajuste pelo qual as partes teriam em mira *apenas* ganhar a diferença entre o preço ajustado por ocasião

da celebração do contrato e aquele verificado quando de seu vencimento.

A equiparação dos contratos diferenciais ao jogo sempre foi alvo de severas críticas por parte da doutrina dominante. Em primeiro lugar, pelo fato de pertencer a matéria ao âmbito do direito comercial e não do direito civil. Nesse sentido, sempre se considerou que o Código Civil dela não deveria tratar.

Ademais, já J.X. Carvalho de Mendonça acentuava que, nos contratos a termo, operariam tais ajustes uma espécie de *seguro* contra as flutuações eventuais das cotações, exercendo, na realidade, um efeito econômico de *estabilização de riscos*, o oposto, portanto, dos efeitos do jogo. Conforme ressaltava, não configurariam os contratos a termo ajustes caracterizados pela “álea” total, uma vez que dominados por circunstâncias de fato, plenamente perceptíveis pelos homens experientes na prática dos negócios bursáteis.<sup>13</sup>

A equiparação dos contratos diferenciais ao jogo, conforme refere a doutrina, caracteriza uma disciplina legal inteiramente divorciada da realidade econômica. Nesse sentido, em estudo clássico sobre o tema, Rodolfo Araújo apontava que:

“Faz-nos lembrar os dias sombrios dos contratos a termo que a mão férrea do legislador francês não conseguiu deter, escapando aqui e acolá, sob os mais variados matizes, da cegueira dos juizes, a reportarem nos julgados mais contraditórios, dividindo escolas, criando doutrinas, até que, na repetição do velho principio da revolta dos fatos aos códigos, impôs-se vitoriosamente no *placet* da lei.<sup>14</sup>”

A primeira reação da doutrina, portanto, foi no sentido de demonstrar a inaplicabilidade da proibição à liquidação pela diferença aos contratos de bolsa, basicamente por tratar-se de matéria sujeita à disciplina comercial e por significar, referida proibição, medida

inócua e fadada à ineficácia, por inteiramente contrária aos usos e costumes mercantis.

Nesse sentido, demonstrou-se, no direito italiano, a legitimidade das operações a descoberto em bolsa de valores ou em bolsa de mercadorias, nas quais o vendedor, ao celebrar o contrato, não dispõe do título ou do bem que deve transferir ao comprador. Ressaltou-se, a propósito, que a equiparação ao jogo, dos negócios bursáteis a descoberto, que se liquidam pela diferença, constitui um resíduo de preconceitos moralistas contra as operações desenvolvidas em bolsa de valores.<sup>15</sup>

Em alguns sistemas jurídicos, a jurisprudência firmou o principio de que não cabe a equiparação do contrato a termo que se liquida pela diferença ao jogo. Nesse sentido, a Suprema Corte norte-americana, no “Caso Anistie”, relatado pelo Justice Holmes, entendeu que a *negociação a termo de mercadorias não constitui jogo*.

Conforme demonstrou Balletti<sup>16</sup>, em amplo estudo sobre o direito comparado relativamente ao contrato diferencial, já no século passado vários países deixaram de considerar como tal a negociação em bolsa que se liquidasse apenas pela diferença. Nesse sentido a lei inglesa de 1890 expressamente já admitia a ação judicial para cobrar o pagamento do devedor, tanto no caso dos contratos a termo como daqueles que visassem apenas o pagamento da diferença. A lei francesa de 1885 estabelecia, da mesma forma, a tutela legal de *todos* os contratos a termo. Na Espanha, igualmente, no Dec. de 1875, expressamente foi reconhecida a validade das operações que se liquidassem com o pagamento da diferença.

Entre nós, a doutrina vem considerando *derrogado* o art. 1.479 do CC pelos usos e costumes comerciais,<sup>17</sup> impondo-se a supressão de disposição semelhante do Projeto de Código Civil, em tramitação

no Congresso Nacional, conforme já tivemos a oportunidade de comentar, com o intuito de se evitar qualquer controvérsia a respeito, no futuro.<sup>18</sup>

Na realidade, a equiparação do contrato diferencial ao jogo constitui, atualmente, um anacronismo; com efeito, o jogo é algo que depende inteiramente do puro acaso, ou da ignorância dos participantes quanto ao seu resultado.

No jogo ou na aposta, a “álea” é absoluta, constituindo a sorte o móvel único do negócio.

Assim, a lei recusa a ação judicial para a cobrança das dívidas de jogo justamente porque lhes falta a *causa lícita* de obrigar os participantes: há, no caso, uma razão de ordem pública, posto que no jogo o móvel é a paixão pelo ganho sem trabalho, sem atividade econômica, e o seu efeito é um indébito enriquecimento de uma parte, a vencedora, em prejuízo da outra, a perdedora.

Ademais, é inequívoco que nos contratos a futuro, em Bolsas de ativos financeiros ou de mercadorias, praticamente *todas* as operações são liquidadas por diferença. Tais operações são reconhecidas como *legítimas* pela regulamentação vigente e submetidas à fiscalização do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.<sup>19</sup>

Na operação de *hedging*, o móvel é exatamente o de eliminar a “álea”; o que as partes pretendem é minimizar riscos, conferindo maior garantia e certeza às suas atividades econômicas.

O contrato de *hedging* tem uma *causa lícita*, constituindo um instrumento jurídico correspondente a legítimas necessidades econômicas das partes. Não é possível, portanto, equipará-lo ao jogo ou à aposta, posto que o seu objeto é exatamente o oposto daquele visado pelos jogadores, qual seja, a redução de riscos decorrentes da variação de preços. Assim, o fato de ser o contrato de *hedging* liquidado por diferença não o torna inválido ou inexecutável judicialmente, uma vez que o art. 1.479 do CC

está, de fato, derogado pelos usos comerciais; ainda que tal dispositivo fosse considerado plenamente eficaz, não poderia ser aplicado ao contrato de *hedging*, cuja causa é a de reduzir riscos e incertezas.

## 5. O Contrato de “hedging” e o negócio indireto

No negócio jurídico de *hedging*, a sua *causa* — redução de riscos — está plenamente definida, podendo (e a nosso ver devendo) constar expressamente do instrumento contratual. Nesse sentido, difere dito negócio jurídico de *hedging* dos chamados negócios indiretos.

A teoria do negócio jurídico indireto foi elaborada inicialmente por Ascarelli, em estudo escrito em 1931<sup>20</sup>, e posteriormente desenvolvida notadamente por comercialistas e civilistas italianos, tendo em vista a necessidade de se conciliar as novas exigências da atividade econômica com os institutos jurídicos tradicionais, de forma a não comprometer a continuidade do sistema jurídico e a certeza das normas aplicáveis.

Muitas vezes os agentes econômicos visam um objetivo determinado, a ser atingido mediante um negócio jurídico; como o sistema legal não lhes oferece, dentre os contratos existentes, a segurança desejada, recorrem a um negócio jurídico previsto no ordenamento obrigacional, mas através do qual não se realizam normalmente transações com os objetivos por eles pretendidos. Assim, os agentes utilizam a forma de um negócio jurídico típico, previsto na lei, para lograr efeitos diversos daqueles que lhe são próprios.

Existe portanto negócio indireto quando as partes recorrem a um negócio jurídico determinado para alcançar, consciente e consensualmente, finalidades diferentes das que, em princípio, são típicas à sua disciplina legal. Assim, o velho negócio jurídico, através desse uso indireto preenche novas funções.

O negócio indireto pode ser um negócio único ou resultar da combinação de mais negócios, juridicamente distintos, embora economicamente conexos, deste que haja unicidade de fonte, isto é, de uma ou mais manifestações de vontade. A unicidade de fonte não significa unicidade de instrumento contratual; um só documento pode referir-se a vários negócios, no chamado "documento complexo", assim como pode haver mais de um documento para um só negócio ("negócio pluriformal").<sup>21</sup>

O negócio indireto, embora possa eventualmente encobrir fraude à lei ou simulação, não é, por definição, ilícito. Com efeito, nada impede que as partes utilizem um negócio típico para fins que não lhe são próprios, desde que tais fins sejam lícitos.

Do ponto de vista *subjetivo*, o eventual "desconforto" gerado pela utilização de negócio indireto decorre da aplicação anormal de determinado negócio jurídico típico. Do ponto de vista *objetivo*, a desvantagem do negócio indireto reside no fato de ser a disciplina jurídica a que se sujeitam as partes a do negócio adotado, não a do pretendido. Assim, se uma operação de *hedging* realizada em Bolsa ou fora dela é praticada mediante dois contratos de compra e venda, a disciplina do negócio é aquela referente à compra e venda, não à proteção contra flutuações de preços desejada pelo *hedger*. Os problemas verificados na liquidação compulsória de contratos em Bolsas de Futuros e de Mercadorias, ora objeto inclusive de discussão judicial, em parte decorreram da inadequação entre a forma dos contratos (de compra e venda) e os objetivos pretendidos pelas partes.

## 6. Contrato de "hedging" e Seguro

As Sociedades Seguradoras, atuantes em seguros de ramos elementares (cobertura de riscos de transportes, danos

a coisa e pessoas, fogo e acidentes) e de vida, detêm um monopólio legal para o exercício de tal atividade. Com efeito, uma das partes do contrato de seguro é constituída *necessariamente* por Sociedade Seguradora, exceto no caso do seguro social de acidentes de trabalho, que tem como único segurador o Instituto Nacional de Seguridade Social — INSS.

As Sociedades Seguradoras estão submetidas à tutela da Superintendência de Seguros Privados — SUSEP, entidade autárquica criada pelo DL 73/66, à qual compete a fiscalização da constituição, organização, funcionamento e operações das sociedades seguradoras. No exercício do seu poder de polícia administrativa, incumbe à SUSEP regulamentar as operações de seguro, de acordo com as diretrizes do Conselho Nacional de Seguros Privados — CNSP, bem como proceder à ampla fiscalização das atividades das sociedades seguradoras, podendo aplicar aos infratores do DL 73/66 penalidades pecuniárias e de suspensão e inabilitação para o exercício de funções diretivas.

O Contrato de seguro é aquele pelo qual o segurador — Sociedade Seguradora — mediante o recebimento de um prêmio, obriga-se a pagar um valor certo ao segurado ou a terceiro (beneficiário) no caso de ocorrência de sinistro. Conforme refere a doutrina, o contrato de seguro é concebido como promessa condicional de indenização na hipótese de ocorrência do sinistro, que é o acontecimento futuro e incerto causador de prejuízo ao segurado, tendo como contraprestação o pagamento certo do prêmio pelo segurado.<sup>22</sup>

Nos termos do art. 1.432 do CC (de falha redação, posto que somente se refere ao seguro indenizatório) o contrato de seguro é conceituado como aquele ajuste "... pelo qual uma das partes se obriga para com a outra, mediante a

paga de prêmio, a indenizá-la do prejuízo resultante de riscos futuros previstos no contrato”.

O contrato de seguro é bilateral, oneroso, consensual, aleatório, de adesão e dirigido. É *bilateral* na medida em que cria deveres para ambas as partes, embora a prestação do segurado seja certa e a do segurador seja eventual. É *oneroso* porque o segurador somente assume o risco do segurado mediante o pagamento de um prêmio. Embora tenha existido controvérsia no passado, é pacífica a aceitação, hoje, do caráter *consensual* do contrato de seguro,<sup>23</sup> constituindo o documento escrito a prova do contrato, não elemento essencial à sua validade. O contrato é *aleatório*, pois, embora a prestação do segurado seja prefixada na apólice, a da Companhia Seguradora inequivocamente é incerta, a depender da ocorrência ou não do sinistro. O seguro constitui um contrato *de adesão*, uma vez que ao segurado cabe apenas aceitar as cláusulas ditadas pelo segurador, ou deixar de contratar. Finalmente, é um contrato *dirigido*, posto que depende da aprovação de seu texto pela SUSEP. Não há como cogitar-se, em muitos casos, da liberdade de contratar, uma vez que a lei impõe o seguro obrigatório, como nos acidentes de trabalho e de trânsito.<sup>24</sup>

A aleatoriedade *absoluta* é o elemento essencial do contrato de seguro. Com efeito, mediante o contrato de seguro busca-se minimizar a álea; o segurado visa reduzi-la, pagando ao segurador, para tanto, um prêmio. Já o segurador dá segurança ao outro contratante, assume o dever de afastar os efeitos daquilo que o segurado teme. Conforme a lição de Pontes de Miranda, a aleatoriedade *sempre* existe, por definição, no contrato de seguro, mesmo se o evento é inevitável, como a morte, caso em que álea refere-se ao “quando” e não ao “se”.<sup>25</sup>

Existe certa semelhança entre o contrato de seguro e o de *hedging*, exercendo ambos uma função de previdência, de pré-eliminação dos efeitos patrimoniais da álea. Do ponto de vista econômico, inclusive, o contrato de *hedging* é visualizado como um verdadeiro “seguro de preços”, na expressão utilizada por Keynes.

Há, porém, certas características jurídicas que diferenciam os contratos, de tal sorte que entendemos não caber, no caso, a tutela da SUSEP com relação ao contrato de *hedging*. Com efeito, embora apresentem algumas características comuns, constituem negócios jurídicos distintos.

Da mesma forma que o contrato de seguro, o de *hedging* é um negócio jurídico bilateral, oneroso, consensual e aleatório. Porém, a álea no contrato de seguro é *absoluta*; o segurado não sabe se sinistro ocorrerá ou não, nem tem condições de prever a sua ocorrência. Já no caso do contrato de *hedging*, conforme o exemplo antes referido, a álea é *relativa*; o *hedger* tem certeza do evento (diferença de preços entre os seus contratos) embora não possa prever se tal diferença lhe será benéfica ou prejudicial. A crônica instabilidade da economia nacional autoriza-nos a afirmar que o evento é certo, embora não determinados os montantes precisos de tal diferença; daí a função do negócio jurídico de *hedging* de eliminação de riscos.

O contrato de seguro, na realidade, não elimina o risco: não impede a morte, o acidente, o incêndio, apenas repara os seus efeitos patrimoniais. Já o contrato de *hedging impede*, para o *hedger*, qualquer repercussão, sobre seus contratos, da variação dos índices; no caso *elimina-se* de fato os riscos, não simplesmente repara-se os seus efeitos, como no seguro.

Outra diferença fundamental reside no fato de que, na realidade, a finalidade

do seguro, diversamente do que ocorre no *hedging*, é fragmentar, diluir o risco, não transferi-lo para o segurador. Com efeito, o segurador não assume o risco, mas sim presta a segurança de que, ocorrendo determinado evento, suas conseqüências serão compensadas economicamente para o segurado.

Nesse sentido, a doutrina ressalta que a característica essencial da operação de seguro é a da *mutualidade* (comunhão de riscos). Na operação de seguro, por definição, e daí sua utilização em massa, as conseqüências econômicas do sinistro são repartidas por um grande número de pessoas submetidas aos mesmos riscos. De fato, todas as operações de seguro implicam na existência de um grande número de pessoas que contribuem, reciprocamente, para reparar as conseqüências dos sinistros que possam atingir qualquer uma delas. Verifica-se que os prêmios pagos por cada uma delas constituem um fundo comum, gerido pela Sociedade Seguradora, que deve ser suficiente para arcar com o pagamento dos sinistros<sup>26</sup>. Daí a noção de mutualidade, de comunidade de riscos, de cobertura recíproca dos danos, necessariamente presente nas operações de seguro, a caracterizar o contrato de seguro como contrato de massa, que não é encontrada no *hedging*, no qual o risco é transferido *individualmente* para a instituição que o assume.

Ademais, o contrato de seguro é um contrato de adesão, não cabendo ao segurado discutir as suas cláusulas. No contrato de *hedging*, que, por definição, não pode ser utilizado em massa, posto que muito particulares as situações em que será firmado, não temos dúvida de que suas cláusulas deverão ser ampla e livremente negociadas entre as partes.

Finalmente, o contrato de seguro é dirigido, na medida em que quase todas suas cláusulas são ditadas pela SUSEP, ao passo que no contrato de *hedging*

vige plenamente o princípio do autogoverno da vontade das partes, uma vez que não há disciplina específica sobre as cláusulas que dele devam obrigatoriamente constar.

Com efeito, as operações de seguro são submetidas a uma disciplina estatal própria, que estabelece: as modalidades de seguros aceitas; as condições gerais das apólices; a fiscalização exercida pela SUSEP; os casos de seguros obrigatórios; as cláusulas mínimas que devem constar dos contratos. Não há qualquer previsão legal ou regulamentar submetendo contratos de *hedging* ao regime próprio do sistema jurídico de seguros. Assim, não vemos como incidir qualquer eventual fiscalização da SUSEP sobre contratos de *hedging*, que, dada a sua estrutura própria, não se submetem ao mesmo regime dos contratos de seguros.

## 7. Conclusões

Face à análise desenvolvida, podemos concluir que:

a) o negócio jurídico de *hedging*, cuja causa corresponde a necessidades econômicas concretas, pode ser validamente contratado como negócio típico;

b) o fato de haver, no caso, liquidação por diferença, não torna inválido o negócio jurídico de *hedging*, uma vez que os objetivos visados pelas partes são opostos àqueles verificados no jogo ou na aposta, estando, ademais, o art. 1.479 do CC derogado pelos usos e costumes mercantis;

c) o negócio jurídico de *hedging* distingue-se dos chamados negócios indiretos pelo fato de nele haver perfeita correspondência entre as finalidades desejadas pelas partes e o negócio jurídico entre elas estabelecido;

d) o negócio jurídico de *hedging*, embora desempenhe função econômica semelhante à do seguro, com ele não se

confunde, dada a natureza diversa da álea e dado o fato de caracterizar-se, o seguro, como contrato dirigido e de adesão.

## NOTAS

1. *A treatise on money*; v. 2, c. XXIX, Londres, 1930.
2. Maria Cecília Rossi, "Mercados Futuros e Inflação: Uma análise Empírica", *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 14/49, Rio, IBMEC, n. 40, 1988-1989.
3. Cf. o nosso *Aspectos Modernos do Direito Societário*, Rio, Renovar, 1992, p. 219.
4. Cf. o nosso "Aspectos Jurídicos dos Mercados Futuros", *RDM* v. 81/30 e ss.
5. Fernando Albino de Oliveira. "Poder Regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários". Tese de doutoramento em Direito Econômico da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, S. Paulo, 1989, p. 44 e ss.
6. Mark H. Mitchel, Carl Ducan, David Kozad e Stanley Klem. "Regulation of the Futures Industry", in *The Concise Handbook of Futures Markets*, coordenado por Perry J. Kaufman, New York, 1986.
7. Oscar Barreto Filho. "As operações a termos sobre mercadorias (*hedging*)" *RDM* 29/13 e ss.
8. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*, Coimbra, 1969, t. I, p. 355.
9. José Abreu. *O Negócio Jurídico e a Teoria Geral*. S. Paulo, Saraiva, 1984, p. 128 2 ss.
10. René Savatier. *La Théorie des obligations en droit privé économique*. Paris, Dalloz, 1979, p. 10 e ss.
11. Blake Imel, Ronaldo Hobson and Paula Tosini. *The CFTC's hedging definition development and contemporary issues*. Columbia Business School, 1985.
12. Fabio Konder Comparato. *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio, Forense, 1978, p. 587.
13. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. IV, liv. IV, Ed. Freitas Bastos, 1934.
14. "Do Contrato Diferencial." in *Revista Forense*, n. 112, jul./47, p. 30.
15. Francesco Messineo. *Operaciones de Bolsa y de Banca*. Barcelona, 1957, p. 51 e ss.
16. "Della Validità dei Contratti differenziali di borsa dopo la nuova legge", in *Revista Diritto Commerciali*, V. I, 1931, pp. 916-917.
17. Cf. os artigos de Oscar Barreto Filho e de Rodolfo Araújo, antes citados.
18. Arnaldo Wald e Nelson Eizirik. "Das funções econômicas dos mercados a termo e do Projeto de Código Civil". *Revista de Informação Legislativa do Senado Federal*, n. 86, 1985.
19. Cf. nosso *Aspectos Jurídicos dos Mercados Futuros*, cit., p. 25 e ss.
20. Tulio Ascarelli. *Studi in Onore di Vivante*. Roma, 1931; também publicado em *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, S. Paulo, Saraiva, 1969, p. 91 e ss.
21. Tulio Ascarelli. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, cit. p. 100.
22. Arnaldo Wald. *Obrigações e Contratos*. S. Paulo, RT, 1992, p. 437.
23. Carlos E. Colautti e Pedro E. Torres. *La Conclusion del Contrato de Seguro*. B. Aires, Arayú, 1955, p. 13 e ss.
24. Arnaldo Wald. ob. cit., p. 438.
25. *Tratado de Direito Privado*, t. XLV, S. Paulo, RT, ed. de 1984, p. 275.
26. Vera Helena de Melo Franco. "A operação de seguro e sua qualificação jurídica". *RDM* 67/41 e ss.