Atualidades

OS MERCADOS DE FUTUROS

CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO

Em um mercado de futuros os contratos negociados são ativos financeiros independentes e autônomos dos bens ou direitos que constituem seus objetos. Não se negociam coisas (mercadorias, produtos agrícolas, títulos de crédito, ações etc.), nem se processa nesse mercado a circulação de tais bens. No mercado de futuros transfere-se o risco inerente a variações futuras de preços, que se destaca da respectiva operação subjacente e se incorpora nos contratos de futuros por força da atuação de mecanismos mercadológicos.

Para bem compreender essa afirmação é útil examinar o processo evolutivo – e substancialmente transformador – que se iniciou nos mercados *spot* de produtos agrícolas e veio a resultar nos mercados de futuros, conforme hoje os concebemos.

Essa evolução desenvolveu-se principalmente no *Board of Trade of the City of Chicago*, entidade fundada em 1848 para servir como ponto de encontro e recinto de negociações da farta produção agrícola do Meio-Oeste Norte-Americano.

No mercado *spot* dos primeiros tempos negociavam-se produtos agrícolas para pagamento à vista, em dinheiro, contra entrega imediata.

O primeiro passo decisivo na senda que levaria aos modernos mercados de futuros deu-se com a introdução dos contratos de compra e venda a termo, mediante os quais vendedor e comprador convencionavam a entrega da mercadoria e o pagamento do preço em uma data futura, esti-

pulando, contudo, desde logo, no instrumento contratual, o *quantum* do preço.¹

É fácil imaginar que tais contratos deixavam muito a desejar como instrumentos de mercado. Em primeiro lugar, dificilmente circulavam os direitos e obrigações neles refletidos, porquanto não eram dotados de mecanismos jurídicos que os desligassem do crédito e da idoneidade das pessoas que figuravam como partes contratantes. Em segundo lugar, mesmo que se renunciasse à circulação dos contratos enquanto pendente o termo, o cumprimento das cláusulas contratuais no vencimento se tornava frequentemente de onerosidade insuportável. Sempre que ocorriam alterações radicais nos preços das mercadorias o cumprimento do contrato se tornava extremamente oneroso para uma das partes, provocando falências e inadimplências. Sofria com isso o próprio mercado, porquanto obrigações nele contratadas vinham a ser inadimplidas com mais frequência do que a manutenção de um nível mínimo de credibilidade podia admitir.

Ao procurar obviar esse problema, o *Board of Trade of the City of Chicago* desencadeou o processo evolutivo, que veio a destacar os contratos de futuros como ativos financeiros autônomos, desvinculados das mercadorias que lhes servem de base, criando o mercado de futuros.²

1. Waine D. Greenstone, "The CFTC and government reorganization", *The Business Lawyer* 33/166, n. 1.

2. Cf., a respeito, artigo de Eduardo Novo Costa Pereira in *RBMEC* 8/165, n. 24.

Foram duas as medidas introduzidas pelo *Board of Trade of the City of Chicago* que provocaram a transformação do até então existente mercado de produtos agrícolas em um mercado de futuros.

Em primeiro lugar, determinou-se que passariam a ser negociados no mercado somente contratos padronizados. Os contratos padronizados em relação a uma determinada mercadoria para entrega em determinado mês tornaram-se, assim, idênticos e intercambiáveis, ou seja, bens fungíveis – tal como acontece com os títulos de massa –, facilitando a circulação dos direitos e obrigações neles refletidos. Os contratos padronizados puderam, então, ser oferecidos como itens de pregão.

O segundo passo foi instituir um mecanismo de *clearing* para garantir o adimplemento de todos os contratos negociados no mercado. O mecanismo de *clearing* atua como se estivesse cortando ao meio cada relação contratual que se fecha nos pregões. Desta forma, cortada ao meio a relação contratual, a *Clearing House* se introduz no lugar do vendedor em face do comprador e no lugar do comprador em face do vendedor, quando da liquidação da operação. É a *Clearing House*, então, que cumprirá a obrigação, sendo a insolvência das partes irrelevante para a boa liquidação das operações do mercado. O sistema veio a ser sucessivamente aperfeiçoado, até o ponto de garantir efetivamente – como hoje ocorre – o cumprimento de todos os contratos negociados no mercado de futuros.³

A padronização e a garantia do *clearing* cedo tornaram os contratos negociados no mercado de futuros um valor mobiliário dotado de alto grau de negociabilidade.

Em primeiro lugar, os contratos se despersonalizaram e passaram a ser transferidos como títulos autônomos, desvinculados da idoneidade patrimonial das pessoas que figuram como partes, pois com a garantia

do *clearing* tornou-se irrelevante saber quem figura como parte no contrato.

Em segundo lugar, passou a ser possível cumprir um contrato mediante a aquisição de outro contrato idêntico em sentido oposto. Posso cumprir a obrigação de entregar 1.000 sacas de café em outubro/2002 comprando um contrato que me dá o direito de receber 1.000 sacas de café em outubro/2002. Por serem os contratos padronizados, intercambiáveis, idênticos e igualmente garantidos, encontrarei certamente no mercado meios de, pela forma acima, liquidar a minha obrigação.

Daí resultou que os personagens do mercado deixaram de ser apenas os produtores e os interessados em adquirir produtos, bem como seus intermediários. Qualquer pessoa interessada em especular com variações de preços pode ingressar no mercado, sem dispor de uma saca sequer do produto.⁴

Daí decorreu também, e sobretudo, o fato de que no mercado de futuros muito raramente os contratos são liquidados mediante a entrega em espécie da mercadoria neles prevista.⁵ Como a causa do vínculo contratual é a transferência de riscos referentes a posições futuras, e não a transferência de uma coisa, na grande maioria dos casos os contratos de futuros são liquidados por diferença, pagando uma das partes à outra, em dinheiro, a diferença entre o preço previsto e a cotação da mercadoria no mercado à vista, no dia do vencimento.

Implantadas essas inovadoras características, o mercado de futuros mudou de substância e de objetivos. Deixou de ser o recinto em que se aproximam pessoas interessadas em vender ou comprar produtos agrícolas e outras mercadorias. Passou a ser

4. Roberto da Cunha Castello Branco, "Mercado futuro de ativos financeiros: uma nota técnica", *RBMEC* 7/333, n. 21.

5. Segundo um relatório do Congresso dos Estados Unidos, em 1973 somente 3% dos contratos futuros foram liquidados em espécie. Hoje essa percentagem será, certamente, menor ainda.

3. Greenstone, "The CFTC ...", *The Business Lawyer* 33/168.

um mercado em que se trocam posições relativas a valores que tomam como referências preços futuros.

De se sublinhar que o mercado de futuros não tem como único efeito o de propiciar a seus participantes a oportunidade de auferir ganhos especulativos, tomando e transferindo riscos. O mercado de futuros tem uma função social importantíssima, pois permite que os agentes econômicos sujeitos a riscos de mudanças de preços (tanto de produtos como de insumos) transfiram esses riscos para aqueles que desejem tomá-los na expectativa de ganho especulativo.⁶ Essa proteção contra riscos propicia aos produtores programarem seus custos e seus fluxos financeiros futuros com um razoável grau de precisão. Outra função social importante do mercado de futuros é constituir o mais seguro e isento instrumento para a previsão de preços e valores futuros, eis que, no caso, a previsão se faz não por estimações subjetivas de poucos, mas pela ação da lei da oferta e da procura em um mercado organizado.

A principal função dos mercados futuros não é, portanto, propiciar a circulação de mercadorias e produtos agrícolas, mas sim assegurar aos agentes econômicos, que, pela natureza de suas atividades, se sujeitam naturalmente a riscos de determinada natureza, um mecanismo eficaz (o *hedging*) para se protegerem contra os riscos decorrentes de mudanças de preços no futuro. São esses riscos o objeto das negociações; não as mercadorias ou outros ativos, que servem de base aos contratos de futuros.

Ora, esse mecanismo de *hedging* funciona da mesma forma, não somente para proteger contra riscos de variação futura de preços de mercadorias e produtos agrícolas, como também em relação aos riscos in-

rentes a qualquer espécie de ativos ou passivos, tangíveis ou intangíveis, cujos valores estejam sujeitos a variações insuspeitadas no futuro.

Percebendo esse potencial de expansão do mercado de futuros, o *Board of Trade of the City of Chicago*, em 1975, introduziu em seus pregões contratos de futuros relativos a cédulas hipotecárias.⁷ Assim, pela primeira vez estava presente em um pregão de futuros algo não relacionado com a compra e venda de mercadorias e produtos agrícolas.

Hoje há uma extensa gama de valores futuros nos pregões, ensejando aos usuários a obtenção de *hedging* para quase toda espécie de riscos, não somente os relativos a preços de mercadorias, como também os referentes a valores futuros de diversos ativos financeiros e outros interesses. Há mercados de futuros de câmbio, de juros, de índices de ações e de vários outros valores abstratos cuja variação no futuro acarreta risco para quem exerce uma atividade econômica.

A expansão do mercado de futuros determinou a revisão legislativa do conceito de *commodity* nos EUA. A definição de *commodity* da Seção 2(a)(1) do *Commodity Exchange Act*, que antes compreendia *goods and articles*, passou a abranger também "and all services, rights and interests in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in".

Note-se que esse novo conceito é coerente com o atual estágio evolutivo do mercado de futuros, no qual é o contrato de futuros, e não o bem a ele subjacente, que interessa. É *commodity* tudo aquilo que é ou venha a ser o objeto de um contrato de futuros.

Conceitualmente, os mercados de futuros poderão atuar com quaisquer índices de valores que possam interessar àqueles que necessitem de *hedging* para os diver-

6. Castello Branco ("Mercado futuro ...", *RBMEC* 7) distingue dois tipos de participantes no mercado de futuros: os *hedgers*, que buscam proteção para riscos, e os especuladores, que procuram ganhos especulativos tomando os riscos dos *hedgers*.

7. Robert Willmouth, "Introducing the markets", *The Business Lawyer* 35/702, março/1980.

tos interesses cujos valores futuros estejam sujeitos a flutuações traduzidas ou determinadas por índices.

Entretanto, no Brasil, o art. 1.479 do Código Civil de 1916, ainda em vigor, equipara ao jogo as operações de Bolsa a futuro em que se estipule a liquidação exclusivamente por diferença. Para que essa equiparação não prevaleça⁸ os contratos negociados em Bolsas de futuros no Brasil têm de prever uma opção para o credor exigir a liquidação em espécie, ou seja, mediante a entrega do bem que serve de lastro à operação. A previsão da liquidação em espécie não deixa de ser um mero expediente para afastar a incidência do art. 1.479 do Código Civil, pois sabe-se que, pela própria natureza do mercado, as liquidações normalmente se processam por diferença, através da *clearing*. Mas, de qualquer modo, a disposição legal adstringe o mercado, que tem de se limitar aos futuros las-

treados em um bem capaz de propiciar a liquidação em espécie.

Nos Estados Unidos a lei federal expressamente exclui do conceito de jogos de azar as operações de futuros quando realizadas em Bolsa disciplinadas pela *Commodity Futures Trade Commission* (CFTC). Por isso mesmo, naquele país a tendência dos mercados de futuros no sentido da abstração já chegou a ponto de se admitir operações em que somente o risco está presente, completamente desligado de qualquer bem ou serviço.

O art. 816 do novo Código Civil, instituído pela Lei 10.406, de 10.1.2002, revoga o art. 1.479, citado, determinando que as disposições referentes ao jogo e à aposta "não se aplicam aos contratos sobre títulos de Bolsa, mercadorias 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".

8. As dívidas de jogo são obrigações naturais, e, como tais, não são passíveis de execução forçada (cf. art. 1.477 do CC).