Espaço Discente

RISCOS OPERACIONAIS NOS MERCADOS DE FUTUROS, OPÇÕES E DE *SWAPS* NA BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS — BM&F*

CHRISTIAN MAX FINARDI SQUASSONI

Aspectos legais. Margens e ajustes diários: Mercado futuro; Mercado de opções; Opções flexíveis; "Swaps". Os fundos da BM&F. Sistema de liquidação de operações e ordem de execução de garantias. Conclusões: Os riscos suportados por corretoras de mercadorias em operações garantidas pela BM&F — Considerações: A corretora, credenciada como membro de compensação, não atuando na operação em que se configurou a inadimplência; Corretora como membro de compensação e corretora de mercadorias; Corretora exclusivamente como membro de compensação; Risco institucional ou "risco" BM&F.

"Os órgãos reguladores dos mercados em que esses contratos (futuros) são praticados devem estabelecer as restrições necessárias para impedir que, a pretexto de operar no mercado de risco, transforme-se o país em imenso cassino".

Aspectos legais

O episódio protagonizado, em janeiro de 1999, por dois bancos brasileiros atuantes nos mercados de futuro de dólar, pelo Banco Central e pela BM&F, em que o mercado assistiu a uma demonstração do poder devastador dos instrumentos derivativos quando, por qualquer que seja o motivo, se está em uma ponta perdedora. Sem dúvida, trata-se de um mercado onde, en-

tre o hedging e a especulação — figuras que, não raro, confundem-se — o risco e, consequentemente, os eventuais prejuízos, são partes necessárias da essência do mercado.

A BM&F, como entidade que reúne agentes desse mercado, é responsável pela organização e regulamentação das operações, indo, com efeito, muito além da clássica disponibilização do lugar onde os agentes de mercado se encontram para, por meio da sua clearing, garantir a certeza da liquidação das operações realizadas, sem a qual a existência de um mercado de futuros seria impensável.

A regulamentação das operações na BM&F em mercados de futuros, opções e

* Trabalho apresentado ao Curso de Pós-Graduação da FADUSP, 2º semestre de 1999, na disciplina "Títulos de Créditos em Direito Comparado II", ministrado pelo Prof. Mauro Rodrigues Penteado.

1. Rachel Sztajn, Futuros e "Swaps" — Uma Visão Jurídica, Cultural Paulista, São Paulo, 1999, p. 244. swaps tem como base o Estatuto Social da BM&F, o Regulamento de Operações da BM&F e ofícios circulares disponibilizados de tempos em tempos entre os associados tratando de normas de liquidação e garantias, mudanças em limites, margens etc.

Notadamente, o caráter auto-regulatório do mercado de futuros predomina nas relações entre seus agentes, haja vista a atuação da BM&F no sentido de coibir práticas potencialmente danosas por parte de corretoras, atuação esta por vezes discutida sob a alegação de ser de cunho arbitrário.

Neste contexto, o ponto central e a base da segurança do mercado de derivativos é a caixa de compensação — clearing-house,⁴ ou simplesmente clearing — a qual

2. Em obra de cunho altamente elucidativo em relação aos aspectos jurídicos dos mercados futuros, a Profa. Rachel Stajn expõe, comentando a questão da auto-regulação de tais mercados à luz da legislação vigente, notadamente do Código Civil brasileiro: "Aplicar o Código Civil, que apresenta viés próprio das codificações européias do final do século passado — os contratos estão disciplinados tendo, como pressupostos, a igualdade das partes e a negociação de operações isoladas e únicas —, a operações de massa traz à tona a incompatibilidade operacional entre aquelas regras e os novos modelos contratuais" (Rachel Stajn, ob. cit., p. 238).

3. A jurisprudência pátria, dado o próprio caráter auto-regulatório do mercado em questão, é parca, ressalva feita a casos como o dos El 137.293-1-8ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça de São Paulo, em ação de indenização em que uma corretora insurge-se contra a BM&F por esta ter determinado a reversão de posições detidas por ela durante a convulsão causada pelo caso Naji Nahas, onde o Relator, Desembargador José Osório, conclui, em seu voto, que "a entender o poder discricionário como quer a ré (a BM&F), era preciso que o investidor mais cauteloso buscasse alguma operação à semelhança do mercado, mas também da atuação arbitrária da própria Bolsa".

4. "Clearinghouse (...) With regard to futures transactions, a clearinghouse performs the following functions: confirms that trades made each day are acknowledged by both parties; settles amounts owed daily on futures contracts due to changes in contract prices during the trading session; insures the financial worth of all futures contracts that it has accepted" (grifo nosso) (Black's Law Dictionary, 6th ed., West, 1990, p. 251).

garante a liquidação de todas as operações, fazendo com que o investidor não tenha que se preocupar com o risco da contraparte na operação, uma vez que a *clearing* assume, como bem indica Marcos Paulo de Almeida Salles em sua tese de doutoramento a respeito do contrato de bolsa de execução diferida, a posição de "interveniente anguladora" entre os investidores, assimilando, assim, o risco da operação.

De fato, com relação às garantias e riscos envolvidos nas operações realizadas nos mercados de opções, futuros e swaps com garantia, a BM&F estabelece um sistema em que assume a responsabilidade pela liquidação dos negócios,6 atuando como contraparte tanto para o comprador quanto para o vendedor7 e gerenciando, de modo mais rígido ou não, dependendo do tipo de operação e das condições de mercado, os riscos das posições abertas, sendo que (importante ressaltar), em qualquer caso, os responsáveis diretos perante a BM&F pelo registro e pela liquidação das operações realizadas pelas corretoras de mercadorias são os membros de compen-

5. "Quando delineamos o contrato futuro, como o contrato a termo colocamos esta instituição (a clearing) como interveniente anguladora das prestações, estipulando em favor das partes, durante toda a execução do contrato, prestando o del credere às liquidações solutórias, bem como exercendo o depósito, a administração e a cobrança dos valores de oscilações de preços, no ajuste diário, além da aplicação dos recursos depositados como margens de garantia" (Marcos Paulo de Almeida Salles, "Contratos de bolsa de execução diferida. O contrato futuro". Tese de Doutoramento em Direito Comercial apresentada à Faculdade de Direito do Largo São Francisco, 1998).

6. "Quando um negócio é fechado no mercado futuro, as partes não mais se relacionam entre si, pois a câmara de compensação da bolsa assume a parte oposta, em relação quer ao comprador quer ao vendedor. Assim, tanto para compradores quanto para vendedores a credibilidade da parte oposta não é levada em consideração, diferentemente do que ocorre no contrato a termo" (Octavio Bessada, O Mercado Futuro e de Opções. Os Fundamentos Teórico-Operacionais para a Montagem de Estratégias de Investimento nos Mercados Derivativos, Record, São Paulo, 1994, p. 26).

7. Exceto nos contratos de swap sem garantia.

sação, tendo suas reservas bancárias debitadas, em D+1, direta e unilateralmente pela BM&F, via Sistema Financeiro de Bolsa — SFB, para a liquidação das operações.

Caso, antes do início das negociações no dia, quando a BM&F ajusta os limites operacionais dos membros de compensacão, estabelecendo um quociente entre as posições em aberto e o capital de giro em reservas bancárias, o membro de compensação tiver baixado suas reservas a níveis em que haja risco de liquidez naquele dia, este membro de compensação, caso não aumente suas reservas, terá parte das operações em que atua repassada a outros membros de compensação.

Margens e ajustes diários

O risco do sistema da BM&F é controlado principalmente, dependendo do mercado em que se opera, por meio do regime de ajustes diários e, adicionalmente, pelo depósito, pelas corretoras de mercadorias de margens (iniciais e, eventualmente. adicionais).

Mercado futuro

Podemos caracterizar o mercado futuro, grosso modo, como a compra e venda de precos. Desta forma, o risco é indeterminado para ambas as partes da operação, conforme a volatilidade do mercado, ocorrendo a necessidade de os comitentes depositarem diariamente, em dinheiro, via corretora de mercadorias, os valores referentes ao ajuste diário aos preços de mercado da posição tomada, isto tanto para vendedores quanto para compradores. Esses ajustes diários são garantidos por margens depositadas pelos comitentes também via corretora de mercadorias, de modo que todas as posições futuras iniciam o dia "zeradas". Desta forma, pelo sistema de ajustes diários, o risco é reduzido para apenas um dia de variação de preços, uma vez que todas as posições mantidas pelos comitentes são equalizadas com base no preço de compensação do dia, com a correspondente movimentação diária de créditos e débitos nas contas dos clientes mantidas iunto às corretoras de mercadorias.

O sistema de margens é caracterizado pelo depósito, junto à BM&F, pelas corretoras de mercadorias, via membros de compensação, até as 12:00h do dia útil seguinte ao da realização das operações, de garantias8 cujos valores são baseados, de modo geral, no risco potencial da volatilidade de precos no mercado para cada tipo de contrato. Importante ressaltar que o Capítulo IX do Regulamento de Operações, que trata das garantias referentes às operações realizadas na BM&F, estabelece um sistema que permite à BM&F a imposição de depósitos adicionais para a manutenção de contratos em situações de crise de liquidez no mercado ou outros contextos críticos.9

Mercado de opções

Diferentemente do mercado de futuros, no mercado de opções a ponta compradora só suporta o risco referente ao prêmio pago pela opção, enquanto o risco do lançador é indeterminado. Desta forma, o lancador deposita margens (conforme descrito no item anterior) normalmente superiores ao valor do contrato (cartas de fianca), enquanto o comprador não tem tal obrigação. Não há, ainda, ajustes diários no mercado de opções, ocorrendo, porém, chamadas de margens quando a situação do mercado o exigir.

Opções flexíveis

Com relação às garantias, diferem no mercado de opções em geral pela possibilidade do diferimento do pagamento do prêmio pelo comprador (pagamento em data

9. As denominadas "chamadas de margem" ou "margens adicionais".

^{8.} Conforme determinação da BM&F, via ofícios circulares disponibilizados de tempos em tempos quanto aos tipos de garantias aceitos.

diferente do dia útil imediatamente posterior ao da operação), situação em que o comprador depositará margem equivalente ao valor do prêmio da opção.

"Swaps"

Quanto à prestação de garantias e ao envolvimento da BM&F na operação, os contratos de *swaps* podem ser com ou sem garantia da BM&F.

Nos contratos de swaps sem garantia, a BM&F atua em um plano meramente notarial, fazendo o registro dos contratos, com as partes contratantes assumindo responsabilidades entre si, sem qualquer interveniência ou garantia da BM&F.

Nos contratos de swaps com garantia, opera-se a interveniência da BM&F como contraparte garantidora da liquidação da operação, devendo ambas as partes contratantes depositar as margens requeridas. Não ocorrem ajustes diários, mas, da mesma forma que nos contratos de opções, a BM&F pode realizar chamadas de margem, além das margens iniciais, conforme o valor marked-to-market das posições.

Os fundos da BM&F

Atualmente, a par do sistema de margens e ajustes diários, a BM&F opera com três fundos, com vistas a aumentar a segurança do investidor e a confiança no mercado como um todo. Os fundos mantidos e administrados pela BM&F são: (i) o Fundo de Liquidação de Operações (o "Fundo de Liquidação"), (ii) o Fundo de Garantia dos Investidores (o "Fundo de Garantia") e o Fundo Especial de Liquidez dos membros de compensação (o "Fundo Especial").

O Fundo de Liquidação é estabelecido nos arts. 69 e ss. do estatuto e foi criado especificamente para garantir a liquidação das operações contratadas. Seu valor é formado por recursos (ativos previamente aprovados pela BM&F) aportados pelos membros de compensação. Atualmente, a participação de cada membro de compen-

sação no Fundo de Liquidação é da ordem de R\$ 500.000,00. Segundo o art. 71, em qualquer caso, ocorre a limitação, para efeitos de liquidação de operações, da responsabilidade do membro de compensação até o dobro de sua participação no Fundo de Liquidação, ou seja, atualmente, cada membro de compensação corre o risco potencial em relação à liquidação de operações de outros membros de compensação, de R\$ 1 milhão. O Estatuto estabelece, ainda, que qualquer dedução efetuada na participação de qualquer membro de compensação no Fundo de Liquidação deve ser prontamente reposta pelo respectivo membro de compensação, de modo que não se mantenham defasagens no Fundo de Liquidação. Não ocorrendo tal reposição dentro do prazo estabelecido pela BM&F, o débito é rateado igualmente entre os membros de compensação restantes, até que o Fundo de Liquidação volte ao seu valor anterior, sendo que cada membro de compensação, no caso de tal rateio, não será obrigado a ter depositado valor superior ao dobro do valor anteriormente depositado. A redação do Estatuto indica que, no caso de novos aportes ao Fundo de Liquidação referentes ao rateio descrito acima, o limite de que trata o art. 71 continua a valer para o novo valor, ou seja, o limite refere-se ao dobro do valor mantido em depósito, seja ele qual for após novos aportes.

O Fundo de Garantia, também estabelecido pelo Estatuto Social, em seus arts. 75 a 79, tem por finalidade a segurança do investidor diante de prejuízos decorrentes de culpa da corretora associada em relação à execução de ordens, podendo, porém, ter seus fundos utilizados para suprir deficiências de liquidez de membros da BM&F em operações feitas em nome de clientes.

O Fundo Especial foi criado em outubro de 1995, com recursos da BM&F. Deste fundo, o membro de compensação que tiver problemas de liquidez no caso de ter de responder pela inadimplência de algum comitente recebe um empréstimo mediante a constituição de garantias.

Sistema de liquidação de operações e ordem de execução de garantias

A fim de garantir a liquidez das operações a cada dia, os valores referentes aos ajustes diários de posições e à liquidação financeira das operações são creditados ou debitados diretamente no SFB, administrado pela Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos — CETIP e, em D+1, na reserva bancária do membro de compensação, esta mantida em instituição bancária indicada pelo membro de compensação.

Debitado o membro de compensação (em D0, no SFB), este aciona a corretora para que pague em nome de seu cliente.

No caso de não ocorrer a liquidação de um débito no prazo estipulado, o Ofício Circular 025/95 elenca a seguinte sequência de execução de garantias:

- "1. Inicialmente, as garantias do próprio comitente, depositadas no sistema da Bolsa por meio de qualquer corretora de mercadorias a ela associada;
- "2. Em seguida, as garantias prestadas por terceiros ao comitente (como cartas de fiança), depositadas pela corretora de mercadorias ou permissionária correspondente que intermediou a transação;
- "3. Em terceiro lugar, as garantias e os títulos patrimoniais da corretora de mercadorias e do membro de compensação que realizou e registrou a operação;
- "4. Por fim, e na hipótese de o membro de compensação também tornar-se inadimplente, a BM&F utilizará os recursos do Fundo Especial de Liquidez. Se isso for insuficiente, serão acionadas as garantias do Fundo de Liquidação. Se ainda houver insuficiência, a BM&F utilizará seu próprio patrimônio."

O sistema de execução de garantias é acionado do modo descrito abaixo:

Em caso de inadimplência do cliente junto à Corretora, executam-se as garantias fornecidas pelo cliente e as oferecidas por terceiros em benefício do cliente (cartas de fiança). Logo em seguida, são liquidadas suas outras posições porventura existentes e as garantias destas outras posições;

Esgotadas as posições e garantias do cliente, a BM&F volta-se para a corretora de mercadorias que responderá, no dia da liquidação, até com o seu título patrimonial caso não consiga saldar a dívida. Note-se que, antes de ter seu título patrimonial leiloado, a corretora pode saldar o débito pelo qual é responsabilizada por meio de (i) posições próprias que podem ser liquidadas, (ii) garantias destas posições, (iii) reservas operacionais na BM&F, (iv) empréstimo contraído junto ao Fundo Especial.

Ainda dentro do dia da liquidação da operação, exauridos os ativos líquidos da Corretora, o membro de compensação assume o prejuízo, se detiver capital de giro para tanto, ou recorre ao Fundo Especial, contraindo empréstimo mediante a apresentação de garantias, a fim de manter seu capital de giro e, assim, suas posições dentro de seu limite operacional.

Após a data da liquidação financeira da operação, persistindo o débito em relação ao membro de compensação, a corretora poderá ser acionada judicialmente pelo membro de compensação, em conjunto com a BM&F.

A inadimplência do membro de compensação é verificada com a insuficiência de fundos em sua reserva bancária para a liquidação de operações, o que pode resultar na perda do seu título patrimonial, por meio de leilão do respectivo título ou de sistema automático de recompra pela BM&F.

O depósito, em D+1, das garantias referentes a operações realizadas pelas corretoras de mercadorias é feito pelo membro de compensação indicado, sendo acionado, no caso de inadimplência, o mesmo procedimento descrito acima.

Conclusões

Os riscos suportados por corretoras de mercadorias em operações garantidas pela BM&F – Considerações

Uma corretora pode operar na BM&F, na qualidade de membro de compensação,

de corretora de mercadorias ou de ambos, sendo que, neste caso, liquida, como membro de compensação, as posições dos clientes da corretora de mercadorias.

Neste contexto, pode-se especificar quatro tipos de risco, conforme o nível de atuação da corretora em uma operação em que ocorra a inadimplência do comitente:

A corretora, credenciada como membro de compensação, não atuando na operação em que se configurou a inadimplência

Como ressaltado acima, esgotadas as operações e garantias do comitente inadimplente, esgotados os fundos e leiloado o título patrimonial da corretora de mercadorias, no caso de uma operação não ser liquidada pelo membro de compensação (o qual também perderá seu título patrimonial), a BM&F lança mão do Fundo de Liquidação, o qual, como já exposto, é formado por aportes de todos os membros de compensação. Na hipótese de uma baixa nesse fundo a fim de cobrir uma operação não liquidada, a reposição é providenciada pela BM&F rateando-se igualmente entre todos os membros de compensação o débito realizado. O aporte ao Fundo de Liquidação é, contudo, limitado, pelo Estatuto da BM&F, em qualquer caso, a duas vezes o aporte inicial dos membros de compensação restantes, de onde se conclui que o risco da corretora em operações em que não atua é limitado a duas vezes sua participacão no Fundo de Liquidação. 10

Corretora como membro de compensação e corretora de mercadorias

Neste caso, as duas figuras acabam por se confundir, sendo que o risco da corretora de mercadorias não difere do risco do mem-

10. Estatuto Social da BM&F, art. 71: "A responsabilidade de cada Membro de Compensação é solidária e limitada, individualmente, ao dobro de sua participação no Fundo de Liquidação de Operações".

bro de compensação (o membro de compensação, obviamente, não pode acionar judicialmente a corretora de mercadorias).

O que se tem, em última análise, é uma empresa suportando todo o risco da operação, ao contrário da solidariedade passiva que ocorre quando a corretora de mercadorias e o membro de compensação são empresas diferentes.

A vantagem deste modelo é o maior controle que se pode obter das garantias prestadas pelos clientes, situação em que um membro de compensação minimiza sua exposição, pois sabe para quem está liquidando operações por meio da corretora de mercadorias.

Corretora exclusivamente como membro de compensação

Esta é, forçosamente, a situação mais delicada, do ponto de vista de riscos operacionais, a que a corretora fica exposta.

Uma análise aproximada da estrutura da BM&F aponta para a segurança real que ela apresenta em relação às operações que garante. Na verdade, a posição de contraparte assumida pela BM&F em todas as operações pode levar uma corretora a ter sua preocupação voltada para o "risco BM&F". O chamado "risco BM&F" é, em última análise, uma preocupação mais próxima do comitente do que da Corretora, uma vez que se refere à garantia de liquidação da operação. Para uma corretora de mercadorias, porém, a maior atenção deve ser dispensada à sistemática de obtenção, análise e manutenção das garantias prestadas pelos clientes. Com efeito, se levarmos em consideração o montante total que representaria o valor do "risco BM&F" (títulos patrimoniais, fundos, patrimônio próprio da BM&F etc.), veremos que é substancialmente inferior ao universo de garantias movimentadas diariamente na BM&F. o que representa, sim, a maior garantia do sistema.

O acionamento do Fundo de Liquidação pressupõe uma situação em que, em tese, já foram atingidos (leia-se leiloados) os títulos patrimoniais tanto da corretora de mercadorias quanto do membro de compensação envolvidos na operação. Esgotado o Fundo de Liquidação, a BM&F responde com seu próprio patrimônio.

Importante notar que tudo isso ocorre no dia da liquidação da operação, sendo que o membro de compensação ou a corretora de mercadorias que não puder arcar com seus compromissos na parte da manhã, pode deixar de sê-lo ao final do dia.

A minimização do risco a que se expõe uma corretora de mercadorias, desta forma, passa obrigatoriamente pelo trato criterioso junto a seus clientes quanto à obtenção de garantias idôneas e de liquidez imediata, o que significa, notadamente, a melhor proteção tanto no "âmbito corretora de mercadorias", quanto no "âmbito membro de compensação".

De todo o exposto, resta a análise da situação de corretora como membro de compensação atuando para outras corretoras de mercadorias. Neste caso, o que se tem é um contexto onde, em termos práticos, uma corretora atuante como membro de compensação disponibiliza um limite a cada uma das corretoras de mercadorias clientes que funciona como uma linha de crédito, sem ter, por vezes, qualquer ingerência em relação às garantias prestadas nas operações que liquida.

Desta forma, baseando-se no exposto acima quanto à ordem de execução de garantias e ao sistema de liquidação de operações, é forçoso admitir que essa impossibilidade, se imutável, deva ser considerada para efeito de mensuração dos riscos inerentes à atividade da corretora como membro de compensação.

A favor da limitação dos riscos suportados por membros de compensação está o fato de que a BM&F, conforme disposição estatutária, estabelece limites máximos de exposição para cada comitente, cada corretora de mercadorias e cada membro de compensação. O monitoramento é diário, podendo a BM&F, inclusive, determinar a redução de posições de determinado comitente, corretora de mercadorias ou membro de compensação.

No caso específico das corretoras de mercadorias, apesar de não haver limite global estabelecido para o conjunto de posições em aberto de seus comitentes, a BM&F estabelece um limite segregado de posições em aberto onde o somatório das posições líquidas de mesma natureza, do mesmo ativo e do mesmo vencimento de carteira própria, das empresas do grupo da corretora, dos fundos administrados pela instituição e dos clientes da corretora não pode exceder até três vezes o limite individual fixado para cada cliente, o qual é estabelecido pela BM&F com base em porcentagens do universo de posições em aberto por vencimento ou em número de contratos. O limite do membro de compensação é diretamente relacionado com suas reservas bancárias, que devem ser suficientes para a equalização de todas as operações em que atua no momento em que a BM&F realiza as compensações, antes da abertura do mercado. 11

Da mesma forma, é facultado tanto aos membros de compensação estabelecer seus próprios limites e garantias extras em relação às corretoras de mercadorias para as quais liquidam operações, quanto às corretoras de mercadorias estabelecê-los em relação a seus clientes comitentes. Esta disposição é prevista nos contratos celebrados entre a corretora atuante como membro e compensação e as corretoras clientes, possibilitando à corretora a melhoria de seu risco por meio de exigências adicionais de garantias, além das demandadas pela BM&F.

Importante ressaltar, aqui, o risco suportado por um membro de compensação com relação à prestação, por parte das corretoras de mercadorias para as quais liquida operações na BM&F, de garantias representadas por cartas de fiança.

^{11.} Todos esses limites são informados diariamente às corretoras por meio do *Boletim Diário da BM&F*.

De fato, as cartas de fiança entregues em garantia de operações na BM&F12 estabelecem o pagamento, por parte do banco emissor, em até 24 horas após a solicitação formal da BM&F, que realiza tal solicitação após receber da corretora de mercadorias a informação da inadimplência do cliente, o que ocorre no dia previsto para a liquidação da operação. Desta forma, o membro de compensação fica exposto a um risco de um dia que pode significar, em casos extremos, até a perda do respectivo título patrimonial, conforme já exposto, o que ocorre tanto na inadimplência na liquidacão de uma operação quanto na inadimplência na prestação de garantias no prazo estabelecido.

Não há, no entanto, estipulação, por parte da BM&F, de quantidades mínimas de garantias de 1ª linha¹³ que devam ser disponibilizadas em operações, podendo tais garantias ser representadas exclusivamente por cartas de fiança, consideradas garantias de 2ª classe.

A emissão de cartas de fiança bancárias está sujeita a limites estabelecidos pelo Banco Central¹⁴ e pela BM&F, sendo que estes últimos, apesar de não respeitarem uma fórmula rígida e válida para todos os casos, variam entre o menor valor entre 40% do patrimônio líquido da instituição financeira emissora e 1,5 vezes o patrimônio da BM&F.¹⁵

Os recentes acontecimentos que envolveram bancos comitentes e agentes de compensação na BM&F (visivelmente, o Banco Marka e a corretora Theca) mostram que, a par de todo o sistema de garantias e salvaguardas da BM&F, o próprio Banco Central pode intervir em certos mercados com vistas a prevenir maiores prejuízos para o sistema como um todo.

Risco institucional ou "risco BM&F"

Trata-se da possibilidade de "quebra" da BM&F. Sendo uma instituição civil sem fins lucrativos, ¹⁶ a BM&F não está sujeita a falência, mas a um processo de insolvência civil.

Neste caso, a situação provável é a de uma apuração do ativo (posições registradas em que o comitente seja devedor da BM&F) seguida do pagamento, a partir dos recolhimentos auferidos, do passivo (posições registradas em que o comitente seja credor da BM&F). Neste caso, compensam-se as posições e o risco é igual ao líquido das posições tomadas.

Nas operações em que a BM&F não atua como contraparte, especificamente as operações de *swap* sem garantia, quebrase a relação intermediadora da BM&F e resta, dado o caráter notarial da atuação da BM&F em tais contratos, o contrato entre duas partes, exigível em juízo.

^{12.} As cartas de fiança disponibilizadas por bancos para garantia de operações na BM&F devem obedecer a modelos padronizados mínimos fornecidos pela própria BM&F.

^{13.} Dinheiro, ouro ou (as mais comuns) títulos públicos BM&F.

^{14.} Resolução 1.559/88 alterada pela Resolução 2.474/98.

^{15.} Hoje, em torno de R\$ 500.000.000,00.