

RISCO E EFICIÊNCIA DOS CONTRATOS DE SWAP NA *COMMODITY* PETRÓLEO

RISK AND EFFICIENCY OF SWAP AGREEMENT IN OIL *COMMODITY*

Grazielly dos Anjos Fontes
Karolina dos Anjos Fontes

RESUMO

O controle da instabilidade do preço da *commodity petróleo* perpassa pelo mercado financeiro através das estratégias desenvolvidas pelos agentes econômicos (investidores, empresas, instituições financeiras, etc.). Os instrumentos derivativos é uma estratégia contra eventuais perdas para a indústria do petróleo. Os contratos derivativos ganham importância no mercado financeiro, tendo em vista sua função de transferir risco quando o mercado organizado, ou quando outros tipos de relações contratuais comerciais não tem condições de suportar ou sustentar tais transferências ou necessidades dos agentes econômicos. A complexidade dos derivativos e sua utilização de forma desenfreada, para não dizer irresponsável, já foram motivos de muitos prejuízos financeiros, como por exemplo a crise das hipotecas *subprime* em 2008. O domínio sobre a utilização desses instrumentos é restrito, o que não é divulgado pelas entidades intermediadoras, o que requer cuidados. Os ganhos decorrentes da relação preço e risco movimentam a utilização desses derivativos, o que dificulta qualquer tipo de impedimento para realização desses negócios, até porque os ganhos oriundo dessas operações são reais e cada vez mais estimulam o mercado, aumentando o bem estar do desenvolvimento econômico. Nesse sentido se a finalidade for clara e as partes tiverem o conhecimento necessário para assumirem as posições, bem como agirem com honestidade o resultado interessa ao mercado, ao contrário a administração da eficiência do risco e retorno ficam comprometidos. O mercado de capitais atua numa análise de comportamentos futuros, dependendo de habilidade e conhecimento para prever a interesse dos agentes econômicos. Assim, as operações *swaps*, presente pela necessidade dos mercados petrolíferos atualmente, são passíveis de submissão às normas sociais pelo histórico dos prejuízos, ausências de garantias, ganhos irreais, risco sistêmico do mercado financeiro. Por isso, tanto os sistemas regulados como auto-regulado são passíveis de aplicação da normas sociais, impedindo assim os desvios de finalidade do mercado financeiro, ressalvando que o próprio mercado financeiro não tem interesse em operações que facilitem uma crise econômica devendo tais operações serem afastadas pelos próprios agentes econômicos e financeiros.

PALAVRAS-CHAVE: Direito; Regulação; Contrato Swap

ABSTRACT

The control of the instability of commodity price oil moves through the financial markets through strategies developed by economic agents (investors, corporations, financial institutions, etc.). The derivative is a strategy against possible losses to the oil industry. The derivative contracts in the financial markets gain importance in view of its function to transfer risk when the organized market, or when other types of contractual relations business is unable to support or sustain such transfers or needs of economic agents. The complexity of derivatives and their use so rampant, if not irresponsible, as were many reasons for financial losses, such as the subprime mortgage crisis in 2008. The domain on the use of these instruments is limited, which is not disclosed by intermediating entities, which requires care.

The gains of the price move and risk the use of derivatives, which hinders any kind of impediment to achievement of business, because the gains derived from these operations are real and increasingly stimulate the market, increasing the welfare of economic development . In this sense if the aim is clear and the parties have the knowledge needed to assume positions as well as act with honesty the outcome matters to the market, unlike the administration of the efficiency of risk and return are compromised. The capital market operates on an analysis of future behavior, depending on skill and knowledge to predict the interest of economic agents. Thus, the swap operations, the need for this oil markets currently are subject to submission by social norms history of losses, absence of collateral, unrealistic gains, financial market systemic risk. Therefore, both the regulated systems such as self-regulated are subject to application of social norms, thus preventing the diversion of purpose of the financial market, stressing that the market itself has no financial interest in operations that facilitate an economic crisis such operations shall be removed by the economic and financial agents.

KEYWORDS: Law; Regulation; Swap Agreement

1. INTRODUÇÃO

A indústria petróleo evoluiu de forma muito rápida a partir da primeira guerra mundial, se tornando um mercado globalizado, haja vista a relação da utilização desse hidrocarboneto para o desenvolvimento dos países.

Aliado ao crescimento do setor, temos a instabilidade do preço do petróleo que diferentemente da maioria dos commodities¹ tem seu preço determinado não apenas pelas condições de oferta e procura, mas por diversos fatores incluindo a influência política quanto a previsibilidade.

O controle da instabilidade do preço desta *commodity* perpassa pelo mercado financeiro através das estratégias desenvolvidas pelos agentes econômicos (investidores, empresas, instituições financeiras, etc.). É inevitável a utilização de instrumentos derivativos como forma de proteção – *hedge* – contra eventuais perdas para à indústria do petróleo.

No entanto, a utilização de instrumentos derivativos deve ser feita de forma cautelosa, pois este instrumento financeiro é sofisticado e complexo e objetivam a proteção destes agentes econômicos contra a variação de preços do petróleo. Além disso, os investidores não tem qualquer garantia de retorno do seu investimento, já que os preços deste produto financeiro se relaciona ao desempenho do seu respectivo ativo. Portanto, a utilização dos instrumentos financeiros – derivativos - não exige a *commodity* do risco de mercado,

¹ Commodity pode ser definida como um bem fungível e genérico cujas quantidades podem ser vendidas a um preço, estabelecido em um mercado competitivo centralizado.

sendo que esse último serve de estratégia para os gestores mensurarem o risco deste derivativo.

Os derivativos são utilizados para os contratos futuros, no qual o ativo de referência (ativo subjacente), objeto do qual deriva, apresentam oscilações de preços, o que influencia diretamente nos prazos futuros, daí a presença do risco associado a este produto financeiro.

O presente trabalho tem por objetivo analisar o risco e eficiência dos contratos *swaps*, modalidade dos instrumentos de derivativos financeiros, na indústria do petróleo, vez que sua utilização é crescente, inclusive em conjunto outras operações, os derivativos híbridos, o que requer maior atenção, pela falta de regulamentação específica para esses contratos.

2. O MERCADO DO PETRÓLEO

2.1 ASPECTOS HISTÓRICOS E ECONÔMICOS

A indústria do Petróleo ganha dimensão internacional com o pós- primeira guerra mundial, tendo em vista a expansão dos motores a combustão, utilização do combustível de origem fóssil pelos países em guerra e o desenvolvimento da indústria petroquímica.

O aumento do consumo ampliou o mercado, surgindo várias empresas petrolíferas, que se inseriram no mercado internacional, passando a ser inevitável a competição pelo mercado.

A expressão crescente do mercado resultou na queda dos preços de petróleo, pelo aumento da oferta, o que poderia ocasionar a inviabilidade de produção, pelos elevados investimentos.

Na segunda guerra mundial a demanda dobrou, no entanto, devido ao controle de produção das grandes empresas petrolíferas os preços ficaram estáveis. O petróleo continuou ganhando destaque no pós-segunda guerra quando impulsionou o desenvolvimento dos países arrasados, passando a ter importância geopolítica.

Em 1960 foi criada a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) composta pelos países com maiores reservas de petróleo do mundo, incentivando assim aos países pertencente ao grupo a estatização da produção de petróleo e controle do setor.²

² Países fundadores da OPEP– Arábia Saudita, Venezuela, Kuwait, Iraque e Irã – eram responsáveis por mais de 80% das exportações mundiais de petróleo bruto . YERGIN apud SOUZA, Fernando Rocha. Impacto do preço

A OPEP trouxe mudanças para a indústria mundial de petróleo, impedindo que empresas privadas explorassem o setor, ficando essas com o controle do refino e distribuição dos derivados.

A fragilidade do mercado é sentida pela pressão da OPEP, quando da utilização do preço do petróleo não mais como *commodities*, mas como fator estratégico para econômica internacional.³

Apesar do primeiro choque em 1973 ter tido motivação política, os países produtores de petróleo haviam percebido que os preços vigente, antes do choque, estavam muito abaixo do que poderia ser cobrados.⁴

O segundo choque do petróleo foi motivado pelo estoque feito pela revolução Islâmica no Irã. Após os aumentos bruscos do preço do petróleo, os produtores tiveram queda na produção, em virtude da diminuição do consumo pelos países importadores, o desenvolvimento de novas fontes de energia, crescimento da competição de países não membros da OPEP, desenvolvimento de tecnologia *offshore* entre outros fatores.

Após os choques foi estabelecido uma política de fixação do preço em 1983. A fixação passou a ser o petróleo explorado pela Arábia Saudita, que acabava controlando o preço, diminuindo ou aumentando sua produção, de acordo as disputas interna na OPEP.⁵

Em 1986 o preço do petróleo cai bruscamente⁶, com o aumento de produção da Arábia Saudita. No entanto, os investimentos realizados pelos EUA no Mar Norte fizeram pressão na Arábia Saudita para o aumento dos preços, retornando do preço referência como petróleo cru.

Os preços de petróleo no mercado passaram a ser estabelecidos pela cotação de mercado *spot*, mercado à vista, tendo como referência petróleo cru.

Assim, as condições diárias de oferta e demanda, bem como sua relação com os demais processos da indústria petrolífera passaram a servir de base para estabelecimento de preço.

do petróleo na política energética mundial. Dissertação de mestrado do Programas de Pós-Graduação de Engenharia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2006.

³ BARRETO, Celso. Geopolítica do petróleo: tendências mundiais pós-Guerra do Iraque de 2003. Brasil: situação e marco regulatório. In: *Estudos e pareceres: direito do petróleo e gás*. Marilda Rosado de Sá Ribeiro (org.). Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 9

⁴ A desvalorização do dólar alguns anos antes também havia contribuído para redução do valor do barril, MARTIN, Jean Marie. *A Economia Mundial da Energia*. São Paulo: Editora da UNESP, 1992.

⁵ Dentro da OPEP os países passaram a disputar o aumento ou diminuição do preço, de acordo com a dependência econômica das receitas, o que provocou uma crise interna.

⁶ A caída do preço se deve ao fato da Arábia Saudita ter passado a utilizar como referência para os contratos futuros o preço de a vista, ou seja, netback. TORRES FILHO, Ernane Teixeira. Petróleo: concorrência, regulação e estratégia. Revista Economia política internacional Análise Estratégica, jul/2004, disponível em: http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_ceri/boletim/boletim2/04-Ernani.pdf, acessado maio 2011.

A estrutura desintegrada da indústria petrolífera, ou seja, a produção do petróleo cru nas mãos das estatais e o setor de refino e distribuição pela iniciativa privada ganharam importância quando do estabelecimento do preço final, já que o preço dependia das previsões de refino e consumo, através de uma atuação conjunta.

Os principais petróleos de referência atualmente são o WTI, cotado na Bolsa de New York e o BRENT na Bolsa de Londres. O pré-requisito básico para se tornar petróleo de referência é que estes devem ser comercializados com frequência, num mercado transparente e acessível a um número grande de participantes.⁷

2.2 VOLATILIDADE DO PREÇO DO PETRÓLEO

As Razões para a volatilidade do preço do petróleo se relacionam a diversos fatores tais como: políticos, de ordem técnica, econômica, necessidades sazonais.

Nos últimos anos a volatilidade do preço ocorreu de forma desarmoniosa, enquanto em dezembro de 2002 a cotação estava abaixo das cotações US\$ 20,00 (vinte dólares) o barril, em dezembro de 2006 o preço passou para US\$ 132,00 (cento e trinta e dois dólares)⁸, o que torna extremamente difícil o planejamento para os mercados dependentes da *commodity* petróleo, além dos países para a manutenção de suas economias.

O fato desses recursos energéticos serem finito, representa por si só uma influência econômica, dado a necessidade e aumento do consumo dos países, principalmente os em desenvolvimento.⁹

O critério geopolítico também é definidor já que a distribuição das jazidas é desigual em todo o mundo, o que repercute na dependência dos importadores e sua submissão ao mercado internacional, que acaba por sofrer perturbação quanto a fatores políticos e sociais nas regiões das reservas.

O fator técnico, também é marcante, dado que a atividade petrolífera demanda o desenvolvimento de alta tecnologia, o que implica em elevados investimentos em pesquisas

⁷ Revista Petróleo e Gás no Brasil Análise da Conjuntura da Indústria do Petróleo e Gás, julho 2001/ ano 2/ n. 6, Disponível em http://infopetro.files.wordpress.com/2010/02/2001_jul_petrogas.pdf, acessado maio 2011

⁸ Contexto mundial e preço do petróleo: uma visão de longo prazo. Ministério Minas e Energia Brasil, 2008, Disponível

em: http://www.epe.gov.br/Petroleo/Documents/Estudos_29/Contexto%20Mundial%20e%20Pre%C3%A7o%20do%20Petr%C3%B3leo%20Uma%20Vis%C3%A3o%20de%20Longo%20Prazo.pdf, acessado maio 2011.

⁹ Segundo o Banco Mundial, enquanto os países ricos aumentaram seu consumo em menos de 100% nos últimos vinte anos, no mesmo tempo a Coreia do Sul aumentou a sua demanda em 306%, a Índia em 240%, a China em 192% e o Brasil em 88%, confirmando que qualquer tentativa desenvolvimentista de inclusão social perpassa por um vultoso consumo de energia. MELO, Murilo Fiuza de; MAGALHÃES, Frederico. *Fontes alternativas de energia combustíveis renováveis e gás natural*. Rio de Janeiro: TN Petróleo, 2007, p. 9.

agregado ao fator tempo, que influencia o fator econômico. O fator tempo também é limitador quando do aumento da demanda, já que o aumento da produção encontra óbices de ordem técnica.

Ainda quanto ao fator econômico, vale ressaltar o risco inerente da atividade, qual seja, necessidade de alto investimento financeiro, com retorno a longo prazo e daí a relação custo de produção e custo de venda abatido o investimentos de produção e os insucessos.

As especulações políticas, o problema da captura¹⁰ seja por parte do órgão regulador ou dos intermediários financeiro, os privilégios de informações refletem diretamente na instabilidade da cotação do petróleo no mercado de bolsas de valores.

A imprevisibilidade da cotação dos preços dessa *commodity* conseqüentemente a volatilidade dos preços de petróleo é o que motiva o aumento dos contratos derivativos a fim de estabelecer o equilíbrio dos negócios, ou seja, proteção à variação do preço da *commodity*.

Dentre outros contratos derivativos, atualmente, existe o Mercado de *Swaps* que são bastante utilizados na indústria de petróleo, conforme veremos no próximo capítulo.

3. MERCADO DE DERIVATIVOS: O MERCADO DE SWAPS

Inicialmente cumpre dizer que o conceito de derivativos conforme Global Derivatives Study Group (G-30) “é um contrato bilateral ou um acordo de troca de pagamentos cujo valor deriva do valor de um ativo ou objeto referenciado em uma taxa ou índice”.¹¹ Ou seja, trata-se de um contrato de troca de pagamento entre duas partes cujo o valor do objeto do contrato a ser finalizado no futuro deriva do valor presente do objeto seja ele, uma taxa, índice ou *commodities*.

Os derivativos são instrumentos utilizados desde o século XII, quando da organização de mercados e feiras, a fim de facilitar trocas no comércio¹². Um exemplo

¹⁰ Rent seeking consiste no esforço de transformação de recursos comuns em recursos privados, individualmente apropriados –uma transformação não isenta de custos, mormente quando ela é contestada e não é presidida por critérios normativos de adjudicação que sejam universalmente aceites, o que por si só determina uma dissipação <friccional> de ganhos em jogo. ARAÚJO, Fernando. *Teoria Econômica dos Contratos*. Coimbra: Almedina, 2007, pg. 57.

¹¹ CUNHA, Paulo Roberto; DALSENTE, Isneide O.; BEUREN, Ilse Maria; ISHIKURA, Edison. *Evidenciação de Derivativos notas explicativas das demonstrações contábeis de empresas brasileiras*. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/512.pdf>, acessado junho 2011.

¹² Simon, Y. 1994, p.5 apud MENDES, Andrea Faissol. *Mercado futuro de petróleo: origem desenvolvimento*. Monografia Instituto de Economia UFRN, 2003.

clássico é a possibilidade de antecipar uma venda com obrigações futuras garantindo ao produtor a comercialização de sua produção.¹³

No século XIX, os derivativos se expandiram, em virtude do desenvolvimento industrial no mundo, surgindo o mercado de bolsas para transacionar as *commodities*, tais operações se desenvolveram tornando-se cada vez mais complexas¹⁴.

Assim, o mercado de futuros se organizam em torno de operações à vista e à termo, tornando-se operações padronizadas, a fim de permitir maior segurança no mercado de risco.

Até o início da década de 70, os derivativos eram utilizados para as *commodities* agrícolas. No entanto, a partir de 1972 o mercado de derivativos passou a operar com ativos financeiros, por causa do aumento da volatilidade da moeda, motivada pelo fim do acordo de Bretton Woods¹⁵ e as crises do petróleo.¹⁶

Nesse período, diversos agentes econômicos mundiais passaram a estar expostos a maiores riscos no desempenho de suas atividades, o que ensejou a necessidade de proteção dos investimentos.

A instabilidade obteve como resposta os mercados futuros, tendo o mercado petrolífero liderado a utilização dos contratos futuros, em que o preço referência pelos países da OPEP, através do aumento ou não da produção, necessitavam dos contratos de longo prazo. O mercado *spot* servia de base para derivação dos preços nos contratos futuros.

Os instrumentos derivativos acabaram intensificando as operações do mercado financeiro, como resposta a crise financeira. Muitas discussões pairam sobre os reais benefícios do mercado de capitais, no entanto dados empíricos comprovam a relação do desenvolvimento econômico e o crescimento dos mercados de capitais, servindo de estímulo para a continuidade das relações cada vez mais complexas.¹⁷

Os contratos derivativos ganham importância no mercado financeiro, tendo em vista sua função de transferir risco quando o mercado organizado, ou outros tipos de relações

¹³ MENDES, Andrea Faissol. *Mercado futuro de petróleo: origem desenvolvimento*. Monografia Instituto de Economia UFRN, 2003.

¹⁴ A bolsa de Mercadoria CBOT (Chicago Board of Trade), fundada em 1848, é a mais antiga do mundo, negociando atualmente, mais de 50 (cinquenta) diferentes tipos de contratos futuros e de opções. Disponível em: http://en.wikipedia.org/wiki/Chicago_Board_of_Trade

¹⁵ Acordo Bretton Woods um acordo em que se definiu um sistema de regras, instituições e procedimentos para regular a política econômica internacional. As principais disposições do sistema Bretton Woods foram, primeiramente, a obrigação de cada país adotar uma [política monetária](#) que mantivesse a [taxa de câmbio](#) de suas [moedas](#) dentro de um determinado valor indexado ao dólar, sendo esse legado ao [ouro](#). Disponível em: http://pt.wikipedia.org/wiki/Acordos_de_Bretton_Woods

¹⁶ ROBERTS, 2000, p.57 apud MENDES, Andrea Faissol. *Mercado futuro de petróleo: origem desenvolvimento*. Monografia Instituto de Economia UFRN, 2003

¹⁷ Eizirik, Nelson; Gall Ariádina B.; Parente, Flávia e Henriques, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais Regime jurídico*, 2 ed. Renova, 2009.p. 11.

contratuais comerciais não tem condições de suportar ou sustentar tais transferências ou necessidades dos agentes econômicos.

A complexidade dos derivativos e sua utilização de forma desenfreada, para não dizer irresponsável, já foram motivos de muitos prejuízos financeiros, como por exemplo a crise das hipotecas *subprime* em 2008. O domínio sobre a utilização desses instrumentos é restrito, o que não é divulgado pelas entidades intermediadoras, o que requer cuidados. Os ganhos decorrentes da relação preço e risco movimentam a utilização desses derivativos, o que dificulta qualquer tipo de impedimento para realização desses negócios, até porque os ganhos oriundo dessas operações são reais e cada vez mais estimulam o mercado, aumentando o bem estar do desenvolvimento econômico. Nesse sentido se a finalidade for clara e as partes tiverem o conhecimento necessário para assumirem as posições, bem como agirem com honestidade o resultado interessa ao mercado, ao contrário a administração da eficiência do risco e retorno ficam comprometidos.

Os derivativos possuem campo de atuação, ou seja, podem ser transacionáveis no mercado financeiro de duas formas: o mercado de bolsa organizada e o mercado balcão.

O mercado de bolsa permite a centralização das operações do mercado secundário¹⁸, regulamenta as operações estabelecendo quantidade e qualidade do produto, a data e o local de entrega, a forma de entrega, através de uma padronização. Esse mercado acaba por conferir maior liquidez e baixo risco de crédito, já que facilita o processo de custódia e transferência dos valores mobiliários, impedindo as partes de pactuarem diretamente.

Os derivativos transacionáveis no mercado de balcão correspondem a um mercado descentralizado no mercado secundário, em que as partes têm flexibilidade para contratarem, sendo os agentes financeiros os intermediadores, permitem as partes gerir melhor seus riscos, no entanto, ensejam um maior risco de liquidez e crédito, por faltar transparência na realização dos negócios¹⁹.

Mister, portanto, a identificação da circulação dos derivativos para compreensão do próximo subcapítulo.

3.1 MODALIDADE DE CONTRATOS DERIVATIVOS

¹⁸ Entede-se mercado secundário como mercado que confere liquidez aos valores mobiliários, permitindo que seus adquirentes possam vender rapidamente. Eizirik, Nelson; Gall Ariádina B.; Parente, Flávia e Henriques, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais Regime jurídico*, 2 ed. Renovar, 2009, p. 10

¹⁹ Juridicamente o Mercado balcão na Bolsa se caracteriza por não estar integrado na estrutura organizacional de Direito Público de bolsa. KUMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais*. Renovar Rio de Janeiro 2007, p.123.

Quanto a modalidade dos derivativos temos que esses podem ser através de contrato futuros, a termo, opções, *swaps*, além das formações híbridas.

O contrato futuro corresponde as operações de compra e venda de ativos a serem liquidados no futuro, com o preço desde logo estabelecido pelas partes, trata-se de um contrato bilateral de obrigação de dar.²⁰ O fato desses contratos serem realizados dentro de um mercado de bolsa organizado, juntamente com as demais condições citadas acima, são condições mínimas de padronização para que um contrato possa ter seu preço estabelecido em bolsa, além do que há registro, compensação e liquidação a ser efetuado por uma Câmara de Compensação.

Os contratos a termo ou *forwards* tem a mesma natureza jurídica dos contratos futuro, qual seja, liquidação financeira em data futura específica. Ao contrário dos contratos futuros, os a termo podem ser negociados apenas no mercado de balcão, já que a contratação ocorre sem obrigatoriedade de padronização, ajustando as partes seus interesses²¹. Assim, o contrato a termo as partes estabelecem através das cláusulas contratuais a compra e venda, fixando prazo para execução nos termos pactuados.

Os contratos de opções são mais flexíveis quando comparado com os contratos a termo e futuro. É um contrato que envolve duas partes com interesses opostos, no qual uma vai assumir o risco, neste caso o vendedor, e outra que vai eliminar o risco, o comprador. Assim, o comprador tem um direito futuro sobre algo, mas não uma obrigação, vinculando o vendedor apenas quando solicitado pelo comprador. Assim, quem quer eliminar o risco, acaba por realizar o pagamento imediato de um prêmio, que corresponde ao valor do risco de quem está assumindo, ressalva-se que o prêmio é proporcional ao risco de variação de preço do objeto do contrato de opção. Caso a parte que quer eliminar o risco não manifeste vontade de cumprimento do contrato de opção, a mesma perde o prêmio pago.²²

A opções também pode ser negociadas no mercado de balcão, caso das opções flexíveis. No caso daquelas negociadas em bolsas, a padronização dos itens contratuais é realizada, da mesma forma que nos contratos futuros.

²⁰ SALOMÃO NETO, Eduardo . *Direito Bancário*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 334.

²¹ Apesar da flexibilidade de negociações entre as partes, geralmente, essas recorrem aos contratos quadros, nomeadamente Frabba Terms de autoria da Bristh Banker's Association. LOURENÇO, Nuno Calaim. Negócios internacionais sobre derivativos. Relatório Direito Comercial, 2009, p 11

²² Ver mercado de opções. CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio, RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de Capitais*, 7ª ed., Rio de Janeiro: Campus/Elsevier 2009 p.170-172

Os contratos *swaps* são contratos entre duas partes que pretendem trocar o fluxo financeiro de uma operação sem trocar o principal, uma vez que há interesses opostos²³. Consistem em neutralizar as “anomalias e opacidade relativa aos mercados, sob o plano da percepção da qualidade dos agentes necessidades de financiamento, tirando partido dos diferenciais de taxa existente no mercado em função precisamente das diferenças de condições de acesso ao crédito que daí resultam”²⁴. Tem como principal finalidade econômica a troca de rentabilidade, valores a pagar e a receber, não sendo essa a única finalidade.²⁵ Trata-se de um instrumento em que as parte negociam diretamente estabelecendo seus interesses, portanto, não são operacionalizados no mercado de bolsas.

O mercado de derivativos financeiros conta com os seguintes participantes: agentes financeiros privados e públicos, empresas privadas e públicas, investidores privados e público, administradores de consórcio e distribuidores de título e valores mobiliários.²⁶

Os agentes em regra empregam os derivativos com três principais finalidades: *hedging*, especulação e arbitragem. Ressalva-se que essa finalidade tem por objetivo a gestão de risco, vez que risco é a volatilidade de resultados inesperados²⁷, daí seu gerenciamento através do planejamento a partir da compreensão do risco pelas empresas.

A finalidade *hedgers* tem por objetivo a proteção do risco em face da variação do preço futuro. É uma operação em que o risco é inicial e diante dos interesses opostos as partes contratam para assim, a reduzir o risco, não objetivando a lucratividade. Tenta-se com isso eliminar um risco pré-existente.

A especulação ao contrário do *hedge*, tem como finalidade o lucro, daí que não possui risco inicial, mas ao realizar uma operação derivativa assume o risco, passando a apostar em oscilações futuras de preço.

²³ Permite as partes fazerem vantagens comparativas respectivas. Entende-se vantagem comparativa melhores condições constadas por cada parte diante da evolução do mercado. CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 54-55

²⁴ CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 20.

²⁵ Cobertura de risco apresenta-se como principal finalidade, no entanto assim como outros instrumentos derivativos também possui outras finalidades. MARINS, André. *Mercado Derivativo e análise de risco*. São Paulo: MAS editora, 2004. Disponível em: http://www.derivativosrisco.com.br/download/cap_01.pdf, acessado maio 2011.

²⁶ MAIA, José Nelson Bessa. *O mercado Global de Derivativos Financeiros: evolução e necessidade de controle*, Disponível em: <http://demartone.webnode.com/news/o-mercado-global-de-derivativos-financeiros2/>, acessado maio 2011.

²⁷ Entende-se risco com: risco de mercado, de crédito, operacional, liquidez, político.

A arbitragem é uma operação em que o objetivo é obter lucro, no entanto sem risco, para isso ocorre transações simultâneas entre os mercados de forma a segurar o risco, quando da baixa ou alta de preço²⁸.

Apesar da variedade das finalidades, não podemos desconsiderar que a atividade econômica do mercado de capitais é sempre de natureza especulativa, cabendo aos potenciais de risco e retorno de resultados. A identificação da finalidade é dificultada já que os interesses podem até ser os mesmos, podendo a finalidade ser diversa já que a especulação é atraído pela própria função de *hedge* com interesse de não ter custos e transferir riscos.²⁹ A problemática de transparência dificuldade em se apontar a finalidade inicial da relação negocial.

Para o mercado de *commodities*, como o petróleo, a finalidade mais utilizada é a de *hedge*, tendo em vista a dificuldade de previsões variáveis do preço da *commodity*, sinalizada pela história desse mercado. Hoje existem vários instrumentos derivativos que se adéquam a cadeia de produção de petróleo para atender a necessidade para o gerenciamento do risco tendendo uma melhorar taxa de rentabilidade através dos riscos e retorno, redução ou proteção de riscos existentes, alavancagem, criação de oportunidade de mercados.³⁰

Dos instrumentos derivativos os contratos *swaps* se aplicam a estratégia na fase da cadeia das refinarias, temendo a baixa nos preços dos derivados, bem como aos agentes econômicos que representam as companhias aéreas e de navegação, temendo a alta no preço de combustíveis.³¹ Utilizam, portanto, da posição no mercado futuro em oposição ao mercado físico, permitindo perdas e ganhos, assim se o preço no futuro exceder o preço fixado no presente, o vendedor paga a diferença, se o preço fixo se tornar maior do que o preço no futuro a contraparte paga a diferença, assim compensaria as perdas e ganhos no mercado físico.

A utilização dos contratos *swaps* está cada vez mais difundida, já que esse tipo de derivativos se adéqua facilmente às complexidades do mercado.

²⁸ A arbitragem pode ocorrer de várias formas, já que as posições dos agentes econômicos ficam travadas e dois segmentos de mercado, o que atrai grande numero de interesse, o que colaboram para a formação de preço, transferência de risco e atração de hedge. CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio, RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de Capitais*, 7ª ed., Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2009, p. 186.

²⁹ CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio, RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de Capitais*, 7ª ed., Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2009, p. 182.

³⁰ CARVALHO, Marcela Puppim; BHERING, Renato Jungmann. *Instrumentos derivativos aplicados à indústria de petróleo*, Monografia Engenharia de Produção 2007 p. 86, Disponível em: <http://www.petroleo.ufjf.br/lorde/?q=file/11/download>, acessado maio 2011.

³¹ CARVALHO, Marcela Puppim; BHERING, Renato Jungmann. *Instrumentos derivativos aplicados à indústria de petróleo*, Monografia Engenharia de Produção 2007 p. 88, Disponível em: <http://www.petroleo.ufjf.br/lorde/?q=file/11/download>, acessado maio 2011.

A atratividade dos contratos *swaps* consistem no fato de serem transações financeiras, não se relacionando a riscos de qualidade e de entrega, geralmente associados com contratos de petróleo com entrega física.

Na prática, empresas de petróleo além de utilizar os mais variados tipos de instrumento derivativos acabam fazendo uso de outras soluções oferecidas pelo mercado tais como *caps*, *floors* e *collars*.

O *cap* é o limite superior ou teto máximo de variação da curva original do *swap*, ou seja, é o teto que protege o devedor caso a taxa flutuante exceda o nível determinado, permitindo o devedor se beneficiar caso a taxa flutuante continue abaixo. O *floor* é o contrário do *cap*, já que ao invés de proteger contra a alta da taxa flutuante, se protege contra a baixa, travando a sua queda. O *collar* é uma combinação utilizando o *cap* e o *floor*, limitando assim o valor acima ou abaixo do especificado pelas partes.³²

Os derivativos são, portanto, de alta complexidade, há quem defenda sua utilização indispensável para o mercado financeiro³³, no entanto discussões surgem quanto ao status legal dos derivativos que são transacionáveis no mercado de balcão, vez que acabam não sendo regulado pelas regras do mercado financeiro aplicadas ao sistema bancário, *commodities* e *securities*.³⁴

2.2 CONTRATO DE SWAPS E NATUREZA JURÍDICA

Os contratos *swap* surgem como resposta empresarial a crise do sistema monetário internacional, na década de setenta juntamente com a crise do petróleo.

A incerteza do mercado levou com que as empresas estabelecessem mecanismos de trocas assegurando assim os preços, de forma a diminuir os custos de informação, permitindo uma expansão do mercado financeiro, sem regulação.

³² CHIE, Wang Hsin; ROCHA, Keyler Carvalho. *Operações estruturadas com uso de derivativos*, p. 31, Disponível em: http://www.ead.fea.usp.br/tcc/trabalhos/TCC_Wang%20Hsin%20Chieh.pdf, acessado maior 2011.

³³ Os derivados desempenham hoje uma importante função no plano da gestão de risco das empresas, permitindo, além disso, uma alavancagem financeira dos seus investimentos, uma exploração mais dinâmica das oportunidades especulativas e arbitragistas, uma mais transparente e correta formação dos preços dos activos subjacentes, e até uma maior eficiência e liquidez do mercado de capitais no seu conjunto. ANTUNES, José Engrácia. *Os derivativos*, Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>, acessado maio 2011.

³⁴ Eizirik, Nelson; Gall Ariádina B.; Parente, Flávia e Henriques, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais Regime jurídico*, 2 ed. Rio de Janeiro: Renova, 2009, p.113

Os contratos *swaps* nasceram de forma muito simples, primeiro com mercado de divisas em que duas empresas inglesa e americana, ambas tinham dívidas cotada uma na moeda da outra, o que permitiu a troca, originando portanto, os *swaps*.³⁵

Os contratos *swaps* permitiram, portanto, o acesso das empresas a mercados nacionais; a redução de risco inerente ao financiamento do comércio internacional e a gestão dos passivos e ativos, gerando liquidez e criando um mercado a longo prazo; permitiu também a estabilidade entre importadores e exportadores com crédito e débitos em divisas, além de não desestabilizar o mercado de câmbio, nem saturar o mercado de capitais.³⁶

Os precursores do mercado *swap* são os empréstimos paralelos e empréstimos cruzados. Os empréstimos paralelos são transações em que duas partes detentoras de situações exatamente opostas acordam emprestar quantias idênticas uma à outra, em divisas diferentes em prazos iguais. Os empréstimos cruzados tratam-se de operações semelhantes aos empréstimos paralelos, no sentido em que as firmas contraem empréstimos de somas equivalentes nos seus mercados domésticos, que emprestam por sua vez à taxa de juros do mercado.³⁷

Impera nos contratos *swaps* uma relação complexa já que se transfere vantagens recíprocas, de acordo com a vontade das partes. A atuação do mercado *swap* é motivada pela imperfeição dos mercados financeiros, ou seja, pelas flutuações de taxas de juros, preços e cotações.

Nesse sentido, não será impossível existir na mesma hora e mesmo lugar empresas com interesses opostos semelhantes. Sua transação ocorre no mercado de balcão, permitindo assim, a negociabilidade entre as partes.

A finalidade dos contratos *swaps*, conforme já mencionado, pode ser de *hedge*, especulação e arbitrariedade, além de outras como obter vantagens fiscais, alterar diversidade da estrutura de vencimento da carteira de credores e maior prazo de financiamento.³⁸

Quanto a natureza jurídica dos contratos *swaps*³⁹ inicialmente cumpre dizer que a maioria da doutrina entende como um contrato atípico⁴⁰ que realiza uma função econômica muito forte no âmbito comercial.

³⁵ CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.18-19.

³⁶ CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 21.

³⁷ Ver empréstimos paralelos e cruzados em CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.22-28.

³⁸ CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.73-74.

³⁹ Informar a doutrina livro e monografia

⁴⁰ Os contratos atípicos podem ser de forma pura ou mista, na maioria das vezes os contratos atípicos são oriundos de outros contratos típicos. A atipicidade é confirmada pela pactuação entre as partes, a qual enseja um auto-regulação. VASCONCELOS, Pedro Vaz. *Contratos Atípicos*, Coimbra: Almedina, 1995.

Os derivativos em geral, assim como os *swaps* são considerados instrumentos financeiros por grande parte dos ordenamentos jurídicos, instrumentos típicos do mercado de capitais.⁴¹

Os derivativos se manifestam através dos contratos, sendo eles a sua materialização. Esses contratos a prazo se revestem de diversa natureza jurídica. Aos *swaps* aplicam-se a onerosidade, dado a implicação e pagamento bilateral, compreensão unanime da doutrina; o consensualismo não estando sujeitos a forma legal obrigatória, apesar das partes negociarem via telefone, as cláusulas já podem ter sido contratadas anteriormente no (*master agreement*⁴²) ou não, permitindo as partes definirem suas vontades quanto ao negócio; aplica-se também o regime de trato sucessivo já que é um contrato duradouro de execução sucessiva ou periódica, seu cumprimento não se esgota em uma só prestação⁴³; o caráter sinalagmático também se faz presente já que existe uma nexos causal entre deveres de prestação das partes, mesmo que as cláusulas façam previsão de compensação, o que enseja uma atuação unilateral, as partes se comprometem a assumir o risco, devendo essa vontade das partes prevalecer⁴⁴; o regime da *intuitu persona* não se encontra pacificado haja vista se tratar de uma operação em que as partes precisam confiar para o cumprimento do contrato, vez que sua operação ocorre no mercado de balcão, o que torna improvável a substituição das partes para o cumprimento, no entanto a doutrina francesa não reconhece a pessoalidade, vez que a aplicação desse regime jurídico é uma desvantagem de ordem prática para o funcionamento do mercado, já que a utilização como *non intuiti person* representa uma expansão do mercado secundário, o que aumenta o risco⁴⁵. A doutrina também diverge quanto a aleatoriedade ou comutatividade dos contratos *swaps*, a posição majoritária aceita como aleatório, já que é oneroso e depende de um fato futuro e incerto. Todavia interessante uma breve análise sobre a natureza da alea e o problema da exceção do jogo.

A natureza da alea é a imprevisibilidade dos fluxos no futuro, todavia em alguns tipos de contrato *swap* as partes podem especificar o montante, o que retiraria seu caráter aleatório, parte da doutrina contraria isso aduzindo que a finalidade especulativa desse tipo de

⁴¹ Código dos Valores Mobiliários definição prevista no art. 2.º, nº 2 do Regulamento CMVM nº 2/2002, em Portugal. No Brasil, instrução CVM nº 475, de 17 de dezembro de 2008.

⁴² Contrato entre duas partes, denominado acordo mestre.

⁴³ Aos contratos de relações duradouras aplicam-se os aspectos da execução do contrato no caso de incumprimento, além dos efeitos da resolução e da nulidade e anulabilidade.

CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 81.

⁴⁴ Aplicação da exceção do não adimplemento do contrato, bem como resolução com fundamento em incumprimento ou mora. CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 82-84.

⁴⁵ CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 84-86.

derivativo seria afastada, o que não acontece na prática. Dando continuidade as indagações acerca da aleatoriedade temos a sua semelhança com os contratos de jogo e aposta⁴⁶, dado a alta imprevisibilidade dos contratos *swaps*. Os contratos *swaps* tendem a pactuar pagamentos e recebimentos referentes aos eventos futuros, baseado em opiniões das partes. Assim, as partes assumem o compromisso de resolver o contrato a partir de um resultado futuro e incerto, de acordo com opinião individual de cada uma, se afastando dos contratos de jogo e aposta, uma vez que as partes ao contratarem fazem uma mensuração do resultado futuro, o que não ocorre nos jogos e aposta em que impera um simples palpite.

A maioria dos ordenamentos jurídicos trata os contratos de jogos e apostas sem muitas garantias, não obrigando o pagamento, bem como no caso de pagamento voluntário não há direito a restituição, ou seja, prevê apenas as obrigações naturais quando do objeto lícito. No entanto, percebe-se uma tentativa dos legisladores de afastar o regime jurídico aplicado aos contratos de jogo e aposta dos contratos de *swaps*, através da previsão legal definindo como obrigações civis⁴⁷. Outros artifícios de interpretação também foram utilizados para servir de referência para as contestações, o direito anglo-saxônico acresceram a relação da aleatoriedade a intenção base das partes, já que nos contratos *swaps* existem todo um estruturação de um mercado financeiro que possibilita a opinião com base em uma tendência que visa a gestão do risco, portanto o interesse econômico em perpetuar esses contratos.⁴⁸ O direito Alemão apesar das reservas em virtude da falta de regulamentação, acaba conferindo a exceção do jogo na medida de sua aleatoriedade e a proteção jurídica para o mercado econômico.⁴⁹

Quanto a aleatoriedade dúvidas ainda surgem, tendo em vista que as partes, além de receberem uma da outra prestação equivalente, podem mensurar a equivalência, caso contrário não optariam pela realização dos contratos, o que ensejaria num contrato comutativo, mesmo que as mensurações fossem passíveis de prejuízos no futuro.⁵⁰

⁴⁶ Jogo é o contrato pelo qual duas ou mais pessoas obrigam-se a pagar determinada quantia ou coisa ao que resultar vencedor na prática de atividade esportiva ou intelectual. Aposta contrato entre duas ou mais pessoas que com opiniões diferente sobre alguma assunto acordam arcando com a perda. VENOSA, Silvio Salvo. *Direito civil: Teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2003, p. 411

⁴⁷ Exemplo em França ver: CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.84-86 96-99

⁴⁸ Nesse sentido os juristas ingleses e americanos prezam pela definição detalhada no preâmbulo explicativo do contrato, contendo, portanto, futuras divergências CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.103

⁴⁹ CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 103-105

⁵⁰ ANTUNES, José Engrácia. Os derivativos, p. 170, Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>, acessado maio 2011

Por último, parece razoável que os contratos que versam sobre valores mobiliários sejam tratados não como aleatórios ou comutativos, mas como contratos diferenciais já que a vasta transação comercial, inclusive como finalidade de especulação estimula o mercado de capitais.

A doutrina, portanto, tende a definir os contratos de *swaps* como contratos atípicos diferindo dos contratos de mutuo, depósito, compra e venda, troca e contratos diferenciais.

Diferem dos contratos de mútuo pelo fato da continuidade de bilateralidade nos contratos; não se trata de depósitos, pois mesmo nos *swaps* de divisas o que prevalece é a troca de valores, rentabilidade de fluxos; quanto aos contratos de compra e venda e troca as partes são ao mesmo tempo compradoras e vendedoras durante o lapso temporal, o que diverge, tratam-se de obrigações recíprocas. Quanto aos contratos diferenciais⁵¹ o mesmo apresenta algumas semelhanças com os contratos *swaps*, no entanto doutrina afasta tendo em vista que apesar da compensação as partes arcam com uma diferença no final, o resultado final não altera as posições adquiridas pelas partes no curso do contrato.⁵²

Apesar da sua adequação ao âmbito dos contratos atípicos não podemos esquecer que independente da tipicidade ou não, os regimes pactuados ou previstos, tem seu conteúdo material limitado a autonomia privada de quem os determina, dado as limites dos preceitos da lei moral, justiça e equidade.⁵³

As normas morais influencia a formação dos contratos, a interpretação, concretização e soluções dos problemas.⁵⁴ A justiça baliza também a vontade das partes, em virtude da necessidade conferir ao contrato atípico justiça para as duas partes. A equidade também norteia a relação inclusive para fins de solução de litígio. A boa fé circunda os contratos atípicos dado a falta de regulamentação neutra, se atendo como máxima de qualquer tipo de contrato.⁵⁵

⁵¹ Contratos diferenciais são contratos bilaterais, a prazo, que implicam, na respectiva data de vencimento, a liquidação de um montante pecuniário corresponde ao saldo diferencial entre o valor do ativo subjacente no momento da celebração e do vencimento do contrato. LOURENÇO, Nuno Calaim. *Negocios internacionais sobre derivativos. Relatório Direito Comercial*, 2009, p.14.

⁵² CALHEIRO, Maria clara. CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 108.

⁵³ VASCONCELOS, Pedro Vaz. *Contratos Atípicos*, Coimbra: Almedina, 1995, p. 320.

⁵⁴ A moral tem, assim uma influência dupla no contrato e na sua disciplina: por um lado, influencia as partes na estipulação, bem como o próprio legislador na formulação dos preceitos legais que lhe são aplicáveis, assim como influencia a interpretação, a integração e a própria concretização. VASCONCELOS, Pedro Vaz. *Contratos Atípicos*, Coimbra: Almedina, 1995, p. 321

⁵⁵ VASCONCELOS, Pedro Vaz. *Contratos Atípicos*, Coimbra: Almedina, 1995, p 321-322

As cláusulas de um contrato possuem relação direta com sua regulação através de previsão legal ou não, cabendo aos participantes o seu estabelecimento dado a confiança para o cumprimento do objeto.

Como participantes das operações *swaps*, temos os bancos, agentes financeiros que se encontram envolvidos nas operações, podendo atuar como intermediário, ou até mesmo contraparte.

Os bancos como intermediários atuam de forma a facilitar as negociações entre necessidades opostas. O aumento dos contratos derivativos, principalmente do *swap* foram decisivos para a mudança de papel do mercado financeiro, já que passaram a oferecer mais serviços, na tentativa de gerir os riscos do mercado.

A falta de regulamentação dos contratos de *swap*, a divergência quanto a natureza jurídica, bem como a liberdade das partes negociarem essa modalidade de contrato, projeta-se de forma a padronização dos contratos, diminuindo os custos de transação e segurança quanto ao cumprimento dos contratos, vez que são contratos que se expandem cada vez mais no mercado internacional.

2.3 APLICAÇÃO DO CONTRATO QUADRO: O EXEMPLO DA ISDA

A evolução do mercado de *swap* permitiu a generalização de determinadas cláusulas contratuais e a uniformização de interpretação de certos vocábulos. Isso na tentativa de uniformizar os contratos e assim evitar insegurança jurídica, já que esses contratos inicialmente nasceram de contatos telefônicos e somente posterior formalização, o que acarretou danos face as diversas interpretações dadas as tratativas por telefone⁵⁶.

Os bancos apresentam um papel importante, pois iniciaram o processo de uniformização, quando do estabelecimento de códigos como marco regulador desses contratos celebrados por eles. Os bancos celebravam dentro da sua carta de cliente cláusulas padronizadas e as decisões por telefone somente finalizavam valores, datas, servindo as cláusulas padronizadas como reguladora desses contratos.

Os contratos quadros surgem motivados pela segurança jurídica e facilidade para o agente financeiro intermediário, que precisam encontrar as partes dispostas a contratarem da mesma forma, mas com interesses opostos.

⁵⁶ CALHEIRO, Maria clara. CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 140

Tais contratos ganham notoriedade, pelo fato de regularem os negócios futuros, simplificando desta forma as tratativas negociais, o que implica em diminuição de custos de transação. Assim, cria-se uma base jurídica uniforme quando garante-se uma fase intermédia na avaliação do risco feita pela parte que contrata no futuro.

Diante das padronizações isoladas, e do interesse por uma uniformização, várias entidades passam a elaborar códigos, destacando-se a Associação de profissionais, *Internacional Swap Dealers Association*, através do Código IDSA⁵⁷.

Trata-se de uma Associação que elaborou um modelo negocial padronizado que se aperfeiçoou ao longo dos anos, se adequando as várias ordens jurídicas o que ensejou sua adoção por diversos agentes no mercado financeiro.

O código ISDA foi defendido inicialmente como um não contrato- tipo, já que não tinha força de lei ou de regulamento.⁵⁸ Todavia a doutrina recente entende que a padronização desses contratos é o regime jurídico aplicável as relações negociais, tendo em vista a atuação dos bancos nas sucessivas transações no mercado balcão, sendo portanto, uma garantia jurídica.

Inicialmente o Código ISDA foi destinado apenas para taxa de juros tendo expandido para *commodities* e câmbio.

Os contratos-quadro, Código ISDA, não propõe nada mais para além de definições de vocabulários; cláusulas gerais adaptadas as necessidades das partes; silêncio das partes, responsabilidades, indenizações, foro. Sua composição se dá através do *master agreements*, que são as cláusulas imodificáveis e que regulam todo regime jurídico a ser aplicável ao negócio firmado, a negociação é realizada pelo seu anexo denominado *Schedule* em que as partes podem negociar as cláusulas imodificáveis, acrescentando, modificando ou não aplicando cláusulas, após a negociação só resta a confirmação das partes através de um documento denominado *Confirmation*, ganhando vigência a operação *swap*.⁵⁹

Dentre outros contratos tipos realizados⁶⁰ os códigos da ISDA foram os que lograram maior êxito, pois está atendendo aos interesses de regulação do mercado a nível internacional, a tendência é se tornar um modelo padrão.

A existência de contratos-quadros e possibilidade de uniformização são vistos pela doutrina como contribuintes para minimização dos eventuais conflitos relacionados as

⁵⁷ CALHEIRO, Maria clara. CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora,2000, p. 154 e SS.

⁵⁸ CALHEIRO, Maria clara. CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora,2000, p. 156

⁵⁹ Disponível em: www.isda.org, acessado maio 2011

⁶⁰ Referencia dos outros tipos de contratos tipo

divergências entre os diferentes tipos de ordenamentos jurídicos que são potencialmente aplicáveis a cada contrato de *swap*.

A aplicação do direito aos contratos derivativos negociados no mercado financeiro não encontra consensualismo, vez que a natureza jurídica dessas operações divergem no ordenamento jurídico interno dos países. O contrato tipo da ISDA estipula uma cláusula em que as partes elegem a lei aplicável, sendo a orientação pela aplicação do direito Inglês ou do Estado de Nova Iorque, pelo fato das bases jurídicas desses foros se adequarem a resolução dos conflitos desse tipo de operação presente nos mercados financeiros de alta complexidade.

61

A complexidade adentra em técnicas financeiras, fiscais, econômicas, não sendo acessível sua compreensão por muitas agentes econômicos que continuam correndo risco.

Não se trata, portanto, de uma pura e simples padronização a fim de facilitar a utilização das operações de *swap*, já que essas possuem alta complexidade, não sendo acessível sua compreensão por muitas empresas que acreditam ter uma finalidade segura, quando na verdade continuam correndo risco.

4. O MERCADO ORGANIZADO VERSUS O AUMENTO DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO: RISCO E EFICIÊNCIA.

4.1 DESAFIOS DE UNIFORMIZAÇÃO DO CONTRATO QUADRO *SWAP*

A operação de *swap* é uma estratégia do mercado financeiro diante da ausência do mercado de outros instrumentos que visem a concessão de crédito e gestão de risco, portanto foi uma modalidade construída para superar a burocratização, os elevados custos de transação que giram em torno do mercado de bolsas. Além disso, as operações de *swap* por estarem fora do mercado regulado acabam por não serem afetados pelas crises políticas, tendo sido uma alternativa nos tempos de crise, já que não há impedimento, basta o interesse das partes.

A utilização dos *swaps* nos mercados internacionais, a presença de grandes bancos como intermediadores e como partes, fizeram com que regras fossem ditadas inicialmente entre as relações negociais, através de certas terminologias padronizadas, o que possibilitava aos intervenientes o conhecimento do tipo do contrato a ser estabelecido, dado a sua complexidade e modalidades de operações.

⁶¹ GENGATHAREN, RASIAH, P 68 apud LOURENÇO, Nuno Calaim. Negócios internacionais sobre derivativos. Relatório Direito Comercial, 2009, p. 32.

O primeiro código publicado foi a ISDA Code em 1985, servindo apenas de referência para as práticas no mercado, já que não teve nenhum apoio institucional, apresentando um caráter imparcial.

A utilização dessas operações cada vez mais pelo mercado tem como fim a aplicação de uma única regra. No entanto, a complexidade que envolve os problemas jurídicos ligados aos contratos de derivativos, no presente estudo o *swap*, tem impedido o reconhecimento da sua padronização.

A unificação é motivada pela sua ampla aceitação e divulgação de segurança jurídica a partir do momento que as duas partes contratam com o regime jurídico a ser aplicado de forma igual, a fim de garantir o sucesso e cumprimento dos negócios.

Nesse sentido, o desafio para uniformização consiste no enquadramento acerca da natureza dos contratos de *swap*, bem como a previsão da legislação interna dos países quanto ao cumprimento das obrigações contratadas, incluindo o foro para solução dos litígios, conforme já abordado.

4.2 A REGULAÇÃO UNIFORME DO CONTRATO DE *SWAP* COMO SEGURANÇA JURÍDICA E PERDA DE IDENTIDADE.

O universo da comunicação homogênea, ou seja, uma uniformização jurídica da prática contratual das operações de *swaps*, num primeiro momento, parece ser o futuro próximo desses contratos, dado a sua relevância econômica em face das problemáticas jurídicas que podem ser levantadas.

Assim, a tendência é a criação, no futuro distante, de um mercado integrado e organizado, em que uma autoridade de mercado faça a gestão das posições de cada interveniente, não havendo necessariamente que haver uma simetria exata. Haverá um organismo centralizador.⁶²

Na verdade verifica-se que a integração do mercado de *swap* num mercado regulado por um órgão centralizador acaba por ser contraditório. Dado que a natureza bilateral dos contratos de *swap*, a possibilidade de negociação fora de mercados organizados, são características presente nesse tipo de contrato.

A natureza bilateral sinalagmática dos contratos de *swap* é uma das características mais importantes, pois influencia as formas de cessão dos efeitos negociais e

⁶² Ver nota 109 em CALHEIRO, Maria clara. CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 59

conseqüentemente a responsabilidade contratual, vez que as partes assumem exclusivamente o risco em virtude da ausência de organismo centralizador.⁶³ O caráter *intuitu persona* também perde correlação com as operações de *swaps* com a organização do setor, vez que os agentes financeiros passam a resguardar o cumprimento dos contratos não interessando as condições específica da contraparte e parte, ampliando o mercado secundário, dado a possibilidade de mudança de posição.

Além de desestruturação de características jurídicas, aspectos econômicos também influenciam a perda da originalidade com a regulação uniforme dos contratos de *swap*.

Qualquer tentativa de regulação do mercado implica em aumentos dos custos de funcionamento e negociação. Se a origem dos contratos de *swaps* tem como motivação a necessidade de diminuição dos custos de transação e maior dinâmica do mercado, eliminar sua motivação é eliminar a essência dos contratos de *swap*.

Nesse sentido, mister uma análise do limite de atuação de uma agência a fim de garantir a eficiência do mercado. Não podemos desconsiderar que a padronização tentou assegurar juridicamente o funcionamento desses contratos dado a sua expansão no mercado internacional, ou seja, entre entidades de países diferentes.

Atualmente os mercados financeiros encontram-se totalmente interligados através dos instrumentos derivativos, incluindo os *swaps*, vez que se moldam a estrutura desejada entre as partes contratantes, oferecendo alavancagem ilimitada, permitindo o crescimento e desenvolvimento do mercado. Os agentes financeiros como intermediadores e contraparte participam desse processo através de relações complexas, o que dificulta a compressão para as partes, agentes econômicos, que são induzidos a ingressar numa relação obscura. A ausência de monitoramento, falta de controle dessas operações são riscos que muitas vezes não são pesados pelas partes interessadas, contribuindo para um risco sistêmico.⁶⁴ Qualquer insegurança no sistema prejudica, portanto, o mercado como um todo, o que requer medidas de segurança.

A liberdade das partes em transacionar ensejando a existência de um contrato deve ser entendida como compromissos que gozam as partes de proteção legal em caso de incumprimento. Os instrumentos de derivativos não possuem no mercado financeiro, através

⁶³ Tal relação continua mesmo havendo previsão de compensação uniformizada, conforme previsões nos Master Agreement. LOURENÇO, Nuno Calaim. Negocios internacionais sobre derivativos. Relatório Direito Comercial, 2009, p. 19

⁶⁴ Risco sistêmico é uma expressão consagrada pelo BIS (*Bank of International Settlements*), e se refere ao fenômeno de interdependência entre os sistemas financeiros de diferentes países que possibilitaria um risco de contágio. SUEN, Alberto Sanyuan, FRANCO, Vera Helena de Mello. Aspectos jurídicos do credit default swap. Disponível em: http://suen.com.br/papers/credit_swap.pdf, acessado junho 2011

dos agentes reguladores, uma precisão quanto a credibilidade jurídica desses contratos, o que aumentam os riscos e consequentemente a taxa de retorno. A confiança das partes quanto ao cumprimento contribui para análise dos riscos do negócio, dado que o acréscimo de utilidade serve de instrumento incentivador do cumprimento das obrigações.

Não podemos atribuir ao direito, ou seja, uma possível diminuição do risco jurídico a diminuição do risco econômico, já que o fator econômico é definidor da utilização ou não dos instrumentos derivativos do mercado financeiro.

A regulação do mercado pode ocorrer através da presença do Estado ou não. A regulação do mercado de capitais tem como objetivo a proteção dos investidores promovendo confiança nas entidades intermediadoras que realizam os negócios financeiros. A crença de retorno dos investimentos se pauta na integridade financeira das instituições atuantes, nas transparências das negociações, informações sobre os serviços. A regulação permite que o risco dos investidores sejam mitigados quando do abuso das práticas do mercado, da fraude, má-fé, manipulação do mercado. O que não significa que a regulação elimina o risco do mercado financeiro.

A regulação sobre as operações com derivativos acontecem atualmente independente dos órgãos estatais, já que as partes através dos contratos-quadros tendem a estabelecer sua própria regulação jurídica⁶⁵. Prepondera os princípios fundamentais à *Lex mercatoria*, quando a resposta da estrutura jurídica existente são inadequadas para as relações comerciais.

Caberia, portanto, uma regulação do Estado pelo paternalismos liberatório limitada a apoiar a formação de vontade racional e informada e sem qualquer intuito de sobrepor a ela.⁶⁶ A diminuição do risco jurídico estaria associado a regulação quanto a informação dos seus investimentos em derivativos, possibilitando que os investidores tenham ciência do risco que estão correndo.

O gerenciamento de risco é um direito, mas é preciso que as operações sejam transparentes, que a situação de crédito da empresa seja suficiente para avaliar o real risco do investimento, dado as complexidades das operações.

A defesa por um organismo centralizador como câmaras de compensação de derivativos com o intuito de evitar riscos de mercado, diminuir e controlar o risco sistêmico por meio da compensação, bem como manter o registro de todos os negócios em aberto,

⁶⁵ Trata-se de normas para jurídica que abrange não só regras objetivas, mas também costumes, usos, modelos de regulação dos mercados de instrumentos financeiros. T6071 pg. 42.

⁶⁶ ARAUJO, Fernando. Teoria econômica dos contratos. Pg. 443-444.

incluindo os ocorridos durante o dia, está vinculado aos custos e conseqüentemente medida do risco.

Qualquer tipo de restrição normativa em face das estratégias do mercado de derivativos limitaria os de riscos, impedindo que relações eficientes fossem estabelecidas, relações essas que na prática se justificam, seja pelo grau do risco sistêmico, seja pela captura dos agentes reguladores para manter o proveito econômico concentrado.

4.3 A QUEBRA DO PARADIGMA DO MERCADO SWAP

Dá análise das operações de *swap* verifica-se que o instrumento contratual permite segurança jurídica às operações econômicas, sendo esse um acordo de duas ou mais pessoas para, entre si, constituir, regular ou extinguir uma relação jurídica de natureza patrimonial.

A celebração de um contrato requer, portanto, a busca por parceiros de confiança que possam cooperar no sentido de garantir que as promessas feitas no momento da assinatura do contrato sejam cumpridas. No caso de inadimplemento, o contrato tende a minimizar os prejuízos.

As operações de *swap* surgem sem regulamentação formal, ou seja, surgem de contatos telefônicos para posteriores formalizações. Analisando a evolução desses contratos percebe-se que sua expansão tem como motivação a externalidade positiva de outras relações *swap*.

A necessidade de diminuição ainda mais dos custos de transação e maior segurança jurídica implicou no desenvolvimento de codificações de forma a regulamentar os contratos de acordo com cada agente financeiro. Essa necessidade de padronização atualmente chega a nível internacional com a presença da ISDA code.

O questionamento que se faz é sobre se o mercado de *swap* deve ou não ser regulado.

A regulação dos contratos derivativos modalidade *swap*, adentra no direito dos valores mobiliários, a transparência na modalidade de derivativos é indispensável, dado o seu caráter de risco e contabilização de ativo e passivo ao longo da duração do contrato, o que implica em ganhos e perdas virtuais, até o momento da liquidação.

A auto-regulação encontra ligação direta com o sistema jurídico e contexto histórico, político e social de cada Estado. Percebe-se nos últimos anos um grau maior de intervenção da regulação no mercado financeiro, dado a manutenção da reputação do mercado financeiro, o que vem a corroborar que em certas matérias a auto-regulação não funciona sozinha. Não se

pretende retirar a auto-regulação, inclusive porque serve de instrumento de uso comercial nas áreas em que a intervenção hetero-regulatório não consegue adentrar.⁶⁷

A regulação consiste então na diminuição do risco jurídico que interfere no risco sistêmico e não no risco econômico.

Diante da necessidade de regulação, mister analisar de forma empírica os custos de transação para confirmar a aplicação ou não de uma organização centralizadora e sua eficiência.

A Teoria dos Custos de Transação são todos os custos envolvidos em uma transação, inclusive o da fase pré-contratual como: custo de busca de informação, custo de negociação, custo de custos com a redação de um contrato. E pós-contratual como: o preço, os custos do cumprimento do contrato, e os possíveis custos com solução de controvérsias.⁶⁸

A operação de *swap* surge como alternativa do mercado de bolsa, na tentativa de fugir dos custos de negociação, adequação legislativa padrão, de monitoramento do cumprimento do contrato, dado que a diminuição do risco de cumprimento demanda elevados custos, sem contar que o risco é o que motiva os derivativos, se o mercado financeiro fosse perfeito não haveria o *swap*.

A expansão das operações de *swap*, dentre os derivativos, foi motivada pelos baixos custos de transação (negociação e monitoramento). Todavia tal atividade impera um risco sistêmico elevado e qualquer desequilíbrio em um dos setores interligado, risco de crédito, operacional, legal, sistêmico, pode ensejar uma catástrofe, já que essas operações encontram-se distribuídas no mercado internacional, o que gera preocupação para os organismos internacionais.

A tentativa de codificação da operação enseja na diminuição dos riscos de incumprimento contratual, risco esse maior, pelo fato das garantias serem menores.

Nas operações de *swap* as entidades financeiras apresentam como facilitadora para o encontro das partes, já que diminui na fase pré-contratual os custos de busca, permitindo o alinhamento de interesses. Como contraparte também elimina os custos de busca para parte, assumindo para si a busca pelo interesse oposto, sem comunicar o agente que contratou⁶⁹.

A presença das instituições financeiras como agenciadores no mercado de derivativos se fazem presente pelo benefício dos custos de transação, o que implica afirmar está abaixo ou igual ao limite do benefício das empresas que buscam o setor. No entanto, há

⁶⁷ CAMARA, Paulo. *Manual de Direito de valores mobiliários*. Almedina, Coimbra, 2009, p. 256.

⁶⁸ ARAÚJO, Fernando. *Teoria Econômica dos Contratos*. Coimbra: Almedina, 2007, p.199-200

⁶⁹ Credibilidade nas instituições intermediária, em regra favorecida por uma Regulação do Estado.

que se averiguar se os baixos custos de transação dessas operações não implica em um risco imensurável ao mercado dado a falta de transparência das negociações.

Salienta-se que as entidades financeiras não realizam função de fiscalização dos cumprimentos dos contratos nem monitoramento dos mesmos, restando a figura dos contratos a solução dos litígios.

A insegurança quanto a quem caberá a solução dos conflitos é o que motiva a padronização dos contratos de forma a torná-lo um contrato completo, já que esse estabeleceria a solução para todas as situações, sendo essa a pretensão da ISDA Code.

Será possível estabelecer um contrato completo para uma operação tão complexa em que a natureza jurídica não se encontra nem definida pela doutrina?

Inicialmente cumpre dizer que a tentativa de tornar um contrato completo, nem sempre é possível, e mesmo que seja torna-se exaustivo dado a necessidade de previsão de fatos supervenientes, bem como todas as contingências que podem atingir a onerosidade do contrato, o que enseja custos de negociação e monitoramento.

A uniformização dos contratos podem ocorrer apenas no âmbito dos *stander* conforme pretensão da ISDA Code, como podem necessitar de um organismo centralizador, dado a insuficiência das garantias dos *stander*, afim de monitoramento desses contratos, amenizando o risco sistêmico, o que também repercute em aumento nos custos.

Portanto, qualquer medida de regulação seja, através da auto-regulação ou da hetero-regulação, implicará necessariamente em aumento dos custos, se assemelhando ao mercado balcão organizado, já existente.

A regulação do setor em questão direciona para um controle transnacional, ou seja, regulação transnacional de derivativos financeiros. Para quem defende essa idéia, a regulação transnacional ensejaria uma cooperação complementar, no âmbito extraterritorial, para a aplicação de normas nacionais. Todavia, não podemos desconsiderar que a regulação não elimina os riscos do mercado financeiro.

A solução da regulação transnacional apresenta impedimentos de ordem de soberania nacional, além do aumento dos custos o que representa um entrave para os que precisam e participam do setor.

A regulação dos derivativos operados no mercado de balcão se faz necessária, em um primeiro momento, dado a gravidade como esses se encontram operando. O mercado financeiro precisa fortalecer e dar credibilidade ao mercado secundário, além de transparência; formação de preços; liquidez; eficiência na alocação de capital; gestão de riscos

e a regulação, em regra, assumiria essa função, desconfigurando o mercado balcão de derivativos atual.

Todavia, não podemos esquecer a presença das normas sociais no ordenamento jurídico privado, quando do incabimento ou fraqueza no enquadramento jurídico. Tratam-se de normas “vocacionadas para explorar as conseqüências da insuficiência ou da ausência de jurisdição”.⁷⁰

As normas sociais como regras universais sempre serão recebidas pelas ordens jurídicas instauradas, correspondem a normas que tem como base características próprias do tempo e espaço, tendo origem a partir do uso e necessidade da sociedade. Tratam-se de condutas que independente de positivação possui aplicabilidade plena, podendo repelir condutas da sociedade independente de previsão legal.⁷¹

Trazendo as normas sociais para o presente trabalho percebe-se que os contratos de *swaps* não podem ser analisados sem levar em consideração as operações desenfreadas que acontecem todos os dias, além das operações híbridas, dado que a ausência de transparência, supervisão e monitoramento, quer por parte dos agentes financeiros, quer dar partes, não permitem identificar um balanço concreto dos fluxos e conseqüentemente uma liquidação real, o que ocasiona um risco ao mercado financeiro.

Portanto, trata-se de um mercado em que a obscuridade, falta de assimetria informativa impera, e quer os contratos padronizados, quer a regulação por organismo centralizador não impedirá a aplicação das normas sociais, como por exemplo, normas de honestidade e confiança para solução dos litígios⁷². Litígios esses que podem ser evitados a partir do momento em que as partes não mais aceitam transacionar no mercado swap, haja vista o ferimento das normas sociais universais, que no tempo e espaço podem acarretar catástrofe ao sistema financeiro.

5. CONCLUSÃO

A necessidade de proteção contra risco, volatilidade de preços, em regra, são os principais motivos que estimulam o mercado dos derivativos e as operações de *swaps*. O exemplo é a indústria petrolífera, em que o contexto histórico, econômico e político

⁷⁰ ARAÚJO, Fernando. *Teoria Econômica dos Contratos*. Coimbra: Almedina, 2007, p.337

⁷¹ ARAÚJO, Fernando. *Teoria Econômica dos Contratos*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 338-339

⁷² ARAÚJO, Fernando. *Teoria Econômica dos Contratos*. Coimbra: Almedina, 2007, p 339

despertaram a necessidade dos instrumentos financeiros que possibilitassem as trocas e ganhos para os que fazem parte e necessitam do setor.

A complexidade e falta de transparência dessas operações apresentam-se como desvantagem o que requer a compreensão e conhecimento dos participantes do mercado, dos riscos envolvidos. A certeza da finalidade com que essas operações são realizadas é primordial para a previsão dos riscos, dado que em virtude da facilidade com que se camufla o objetivo final pode ocasionar graves prejuízos, dado a incompreensão do sistema.

O mercado de capitais atua numa análise de comportamentos futuros, dependendo de habilidade e conhecimento para prever a interesse dos agentes econômicos.

A presença dos derivativos no mercado de balcão, em operações como *swap*, em que nenhum desembolso é efetuado num primeiro momento, pode facilmente tornar uma operação positiva em negativa, tendo como motivo o desconhecimento do risco liderado pela camuflagem da finalidade, não se relacionando sequer ao risco econômico presente em qualquer operação financeira.

A ideia de contratos completos, contratos padronizados, parece ser uma alternativa do mercado pelo menos no âmbito das instituições financeiras, que se beneficiam pela credibilidade e reputação da instituição em face dos seus clientes, não interessando a operação *swap*.

A necessidade de regulação do setor, bem como a presença de um órgão centralizador também é levantada como uma alternativa, todavia não uma solução já que não impedirá que outros instrumentos surjam nos moldes atuais, ou que o órgão centralizador seja capturado.

As operações *swaps*, mesmo integrando a necessidade dos mercados petrolíferos atualmente, são passíveis de submissão as normas sociais pelo histórico dos prejuízos, ausências de garantias, ganhos irreais, risco sistêmico do mercado financeiro. Assim, tanto nos sistemas regulados como auto-regulado são passíveis de aplicação da normas sociais, impedindo assim os desvios de finalidade do mercado financeiro, ressalvando que o próprio mercado financeiro não tem interesse em operações que facilitem uma crise econômica, devendo tais operações serem afastadas pelos próprios agentes econômicos e financeiros.

REFERÊNCIAS

- ANTUNES, José Engrácia. *Os Derivativos*, Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>, acessado 2011.
- ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009.
- ASCENSÃO, José de Oliveira. *Derivados*, in: Direito dos Valores Mobiliários, 2009.
- ARAÚJO, Fernando. *Teoria Econômica dos Contratos*. Lisboa: Almedina, 2007.
- ARAÚJO, Fernand. *Introdução à economia*. 5ª Ed. Coimbra: Almedina, 2005.
- BARRETO, Celso. Geopolítica do petróleo: tendências mundiais pós-Guerra do Iraque de 2003. Brasil: situação e marco regulatório. In: Estudos e pareceres: direito do petróleo e gás. Marilda Rosado de Sá Ribeiro (org.). Rio de Janeiro: Renovar, 2005.
- CARVALHO, Marcela Puppini; BHERING, Renato Jungmann. *Instrumentos derivativos aplicados à indústria de petróleo*, Monografia Engenharia de Produção 2007 p. 86, Disponível em: <http://www.petroleo.ufrj.br/lorde/?q=file/11/download>, acessado 2011.
- CALHEIRO, Maria clara. *O Contrato swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000.
- CAMARA, Paulo. *Manual de Direito de valores mobiliários*. Almedina, Lisboa, 2009.
- CORDEIRO FILHO, Ari. *Os Derivativos e a Legislação Comparada*. Disponível em: <http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/VOL16-4.htm>, acessado 2011.
- CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio, RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de Capitais*, 7ª ed., Rio de Janeiro: Campus/Elsevier 2009.
- CHIE, Wang Hsin; ROCHA, Keyler Carvalho. *Operações estruturadas com uso de derivativos*, p. 31, Disponível em: http://www.ead.fea.usp.br/tcc/trabalhos/TCC_Wang%20Hsin%20Chieh.pdf, acessado 2011.
- FRANÇA, Daniel Mussi. *Derivativos cambiais do mercado brasileiro: precificação e administração de risco*,. dissertação de Mestrado em Finanças e Economia Empresarial, Fundação Getúlio Vargas 2010.
- ISDA. www.isda.org, acessado 2011.
- ISHIKURA, Edison. *Evidenciação de Derivativos notas explicativas das demonstrações contábeis de empresas brasileiras*. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/512.pdf>, acessado 2011.
- Eizirik, Nelson; Gall Ariádina B.; Parente, Flávia e Henriques, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais Regime jurídico*, 2 ed. Rio de Janeiro: Renova, 2009.
- KUMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

MAIA, José Nelson Bessa. *O mercado Global de Derivativos Financeiros: evolução e necessidade de controle*, Disponível em: <http://demartone.webnode.com/news/o-mercado-global-de-derivativos-financeiros2/>, acessado 2011.

LOURENÇO, Nuno Calaim. *Negocios internacionais sobre derivativos*. Relatório Direito Comercial, 2009.

MARINS, André. *Mercado Derivativo e análise de risco*. São Paulo: AMS editora, 2004.

MARTIN, Jean Marie. *A Economia Mundial da Energia*. São Paulo: Editora da UNESP, 1992.

MELO, Murilo Fiuza de; MAGALHÃES, Frederico. *Fontes alternativas de energia combustíveis renováveis e gás natural*. Rio de Janeiro: TN Petróleo, 2007.

MENDES, Andrea Faissol. *Mercado futuro de petróleo: origem desenvolvimento*. Monografia Instituto de Economia UFRN, 2003.

Ministério Minas e Energia Brasil. *Contexto mundial e preço do petróleo: uma visão de longo prazo*. 2008, Disponível em:

http://www.epe.gov.br/Petroleo/Documents/Estudos_29/Contexto%20Mundial%20e%20Pre%C3%A7o%20do%20Petr%C3%B3leo%20Uma%20Vis%C3%A3o%20de%20Longo%20Prazo.pdf, acessado 2011.

MORAES, Armando Hélio Almeida Monteiro. *A análise da Eficiência dos Derivativos para redução dos custos de transação, disponível em:* <http://www.lex-net.com/comunidade/descricaoartigo.cfm?artigo=91>, acessado em 2011.

NASSAR, Paulo André Silva; DIAS, Vitor Martins. *Regulação financeira transnacional: superando a crise dos derivativos financeiros*, Trabalho publicado nos Anais do XIX Encontro Nacional do CONPEDI realizado em Fortaleza - CE nos dias 09, 10, 11 e 12 de Junho de 2010.

POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 6. ed. New York: Aspen, 2002.

RODRIGUES, Vasco. *Análise Econômica do Direito Uma introdução*. Coimbra, Almedina, 2007.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

SOBREIRA, Rogério. *Eficiência, Desregulamentação Financeira e Crescimento Econômico: Uma Abordagem Pós-Keynesiana*. Texto Disponível em: <http://www.cedeplar.ufmg.br/economia/seminario/sobreira.doc>, acessado 2011.

SOUZA, Fernando Rocha. *Impacto do preço do petróleo na política energética mundial*. Dissertação de mestrado do Programas de Pós-Graduação de Engenharia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: <http://www.ppe.ufrj.br/ppp/production/tesis/souzafr.pdf>, acessado 2011

SUEN, Alberto Sanyuan, FRANCO, Vera Helena de Mello. *Aspectos jurídicos do credit default swap*. Disponível em: http://suen.com.br/papers/credit_swap.pdf, acessado 2011.

TIM, Luciano Benetti. *Crise Econômica e equilíbrio dos contratos*, 2009, disponível em: <http://www.bloglawandeconomics.org/2009/02/crise-economica-e-equilibrio-dos.html>, acessado 2011.

TORRES FILHO, Ernane Teixeira. *Petróleo: concorrência, regulação e estratégia*. *Revista Economia política internacional Análise Estratégica*, jul/2004, disponível em: http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_ceri/boletim/boletim2/04-Ernani.pdf, acessado 2011.

VASCONCELOS, Pedro Vaz. *Contratos Atípicos*, Lisboa: Almedina, 1995.

VENOSA, Silvio Salvo. *Direito civil: Teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.