

# PALESTRAS, PARECERES E COMENTÁRIOS À JURISPRUDÊNCIA

## COMENTÁRIOS AO RECURSO ESPECIAL Nº 1.689.225/SP - CONTRATOS DERIVATIVOS, SWAP E TEORIA DA IMPREVISÃO

FERNANDO SCHWARZ GAGGINI <sup>1</sup>

### 1. CASO ANALISADO

RECURSO ESPECIAL Nº 1.689.225/SP - Data de Julgamento: 21/5/2019.

#### EMENTA

*RECURSO ESPECIAL. DIREITO CIVIL E BANCÁRIO. CONTRATOS DE DERIVATIVOS. SWAP CAMBIAL SEM ENTREGA FÍSICA. COBERTURA DE RISCOS (HEDGE). CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. NÃO INCIDÊNCIA. CLÁUSULA LIMITATIVA DE RISCO. VALIDADE. TEORIA DA IMPREVISÃO. INAPLICABILIDADE. ONEROSIDADE EXCESSIVA. REVISÃO JUDICIAL. IMPOSSIBILIDADE.*

*1. Recurso especial interposto contra acórdão publicado na vigência do Código de Processo Civil de 1973 (Enunciados Administrativos nºs 2 e 3/STJ).*

*2. Hipótese em que a parte autora, empresa fabricante de produtos de madeira para fins de exportação, busca a reparação de prejuízos que afirma ter sofrido na liquidação de contrato de swap cambial. Alegação de imprevisibilidade e inevitabilidade da crise mundial, da qual teria resultado a maxidesvalorização do real em relação ao dólar no segundo semestre de 2008.*

*3. Nos contratos de derivativos, é usual a*

*liquidação com base apenas na diferença entre o valor do parâmetro de referência verificado na data da contratação e no vencimento, sem a anterior entrega física de numerário.*

*4. As normas protetivas do direito do consumidor não incidem nas relações jurídicas interempresariais envolvendo contratos de derivativos.*

*5. É válida a cláusula que prevê a rescisão antecipada do contrato de derivativo firmado com instituição financeira na eventualidade de ser alcançado limite previamente estabelecido de liquidação positiva para o cliente.*

*6. A exposição desigual das partes contratantes aos riscos do contrato não atenta contra o princípio da boa-fé, desde que haja, ao tempo da celebração da avença, plena conscientização dos riscos envolvidos na operação.*

*7. A aferição do dever de apresentar informações precisas e transparentes acerca dos riscos do negócio pode variar conforme a natureza da operação e a condição do operador, exigindo-se menor rigor se se fizerem presentes a notoriedade do risco e a reduzida vulnerabilidade do investidor.*

*8. Os contratos de derivativos são dotados de álea normal ilimitada, a afastar a aplicabilidade da teoria da imprevisão e*

<sup>1</sup> Advogado. Professor no Curso de Direito da Strong Business School. Pós-Graduado/Especialista em Direito Mobiliário (Mercado de Capitais) pela Faculdade de Direito da USP. Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Contato: fernando.gaggini@esags.edu.br

*impedir a sua revisão judicial por onerosidade excessiva.*

9. *Recurso especial não provido.*

## 2. COMENTÁRIOS

Trata o presente caso de decisão que envolve temática pouco explorada no direito brasileiro, embora de grande relevância econômica: os contratos derivativos.

Para contextualizar, são chamados de derivativos os contratos que tem por objeto item cujo comportamento deriva de outro ativo. Em nossa doutrina, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik os definem da seguinte maneira: *“Os derivativos são, genericamente, instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outro instrumento ou ativo financeiro, como a taxa de juros, índice de um mercado, contrato de opção etc”*<sup>2</sup>. Rachel Sztajn e Vera Helena de Mello Franco, por sua vez, assim explicam: *“define-se como derivativo o ativo financeiro, cuja existência e valor depende de um outro ativo financeiro subjacente”*<sup>3</sup>. Ainda nas palavras de Rachel Sztajn, é possível reconhecer que se trata de *“contrato cujo valor deriva, decorre, do valor de seu substrato, que pode ser outro contrato ou ativo (posição financeira) sujeito a risco de flutuação de preço”*<sup>4</sup>.

Quanto à função de tais contratos, é cabível observar que eles podem se destinar a estratégias de *hedge* financeiro, bem como para estratégias de especulação, representando situações opostas. O *hedge* pode ser considerado uma estratégia de proteção financeira, através da qual um empresário, se valendo de derivativos, busca utilizar tais contratos para se proteger de oscilações econômicas que lhe sejam prejudiciais (tais como variações de preços,

cotações cambiais, taxas de juros etc). Enquanto, para os especuladores<sup>5</sup>, o uso de derivativos permite assumir maiores riscos, vislumbrando otimizar o retorno de seus investimentos. Logo, como ressalta Otavio Yasbek, *“os derivativos permitem a administração de diversos riscos”*<sup>6</sup>.

No caso em comento, cabe observar que, no período entre os anos de 2007-2008, uma grande crise eclodiu nos EUA, que acabou conhecida popularmente como a *“crise do subprime”*, envolvendo o setor de financiamento imobiliário e operações de securitização de recebíveis. Os efeitos de tal crise se espalharam pelo mundo, afetando, também, o Brasil. Em nosso país, um dos reflexos da crise recaiu sobre os contratos derivativos, e o caso em análise decorre exatamente da celebração de uma modalidade de derivativo, no ano de 2008.

Em especial, tratou-se de um contrato de swap cambial. O contrato de swap é uma espécie de permuta/troca de posições financeiras. O CMN – Conselho Monetário Nacional outrora qualificou tal contrato como: *“I - são definidas como operações de swap aquelas realizadas para liquidação em data futura que impliquem na troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais”*<sup>7</sup>.

Na doutrina, Rachel Sztajn e Vera Helena de Mello Franco definem a operação da seguinte forma: *“A palavra swap significa troca, permuta (do verbo to swap), indicando uma operação de troca de posições compradas ou vendidas, com o fito de eliminar ou limitar os riscos decorrentes das flutuações dos fatores de remuneração das operações negociadas. Podem ter por objeto ativos financeiros diversos e, inclusive, commodities. (...)”*. Complementam

2 CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 483.

3 SZTAJN, Rachel; FRANCO, Vera Helena de Mello. Manual de direito comercial 2. São Paulo: RT, 2005, p. 138.

4 SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Editora Cultural Paulista, 1998, p. 15-16.

5 Ressalte-se que não se deve observar de forma pejorativa a parte denominada como especuladora. Ela exerce relevante função no mercado, ao assumir riscos não desejados pelos *hedgers*. Como observa Lauro de Araújo Silva Neto, *“ao contrário do que muitos pensam, o especulador não é nocivo ao mercado, pelo contrário, ele é muito necessário. Quando um produtor planta uma semente, também planta um risco, o de seu produto não dar preço na hora da venda e colocar toda sua safra a perder. A atividade econômica gera risco, o que é inevitável. Quando o hedger não quer correr o risco, deve encontrar outra pessoa para assumi-lo; aí entra o especulador”* (cf. SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos: definições, emprego e risco*. 3. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1999, p.29.

6 YASBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 106.

7 Texto original do artigo 1º, parágrafo 1º, I, da Resolução CMN 2.873/2001, revogado pela Resolução n. 3.505 /2007.

as autoras, ainda, concluindo que: “do ponto de vista jurídico, no SWAP o que se faz é uma permuta dos efeitos de uma dada posição jurídica entre duas partes”<sup>8</sup>.

No julgado em análise, trata-se de swap que adota por referência a variação cambial, em operação bastante comum no mercado, e muito utilizada à época dos fatos.

No caso, uma parte, sociedade empresária dedicada a fabricar produtos de madeira para exportação, celebrou contrato de swap com uma instituição financeira, estipulando ajuste de valores em razão de variação cambial (dólar), de modo que, a depender da oscilação do dólar, mudaria a parte responsável pelo ajuste financeiro.

Ocorre que a crise internacional ocasionou abrupta elevação da cotação do dólar, impondo à sociedade perdas substanciais no contrato, frente ao qual ela buscou, judicialmente, modificar o conteúdo contratual.

A ação foi julgada improcedente em 1ª instância, sendo tal decisão mantida em grau de recurso de apelação. Houve a interposição do Recurso Especial em análise, no qual a recorrente sustentava a caracterização de onerosidade excessiva em razão de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis (fazendo menção à crise econômica de 2007-2008).

Em análise do caso, o STJ assentou importantes pontos acerca dos contratos derivativos, dos quais destacaremos alguns, de maior interesse ao presente texto.

De início, chama a atenção o item 8 da ementa, que estipula que “os contratos de derivativos são dotados de álea normal ilimitada, a afastar a aplicabilidade da teoria da imprevisão e impedir a sua revisão judicial por onerosidade excessiva”. Ao falar em álea normal ilimitada, reconhece o tribunal serem os derivativos contratos aleatórios, que tem por pressuposto um risco natural e intrínseco. Inclusive, a razão de ser de tais contratos envolve justamente uma transferência de risco. Consequentemente, possuindo tais contratos risco natural, decorrente de sua condição de

aleatórios, não seria, portanto, aplicável a teoria da imprevisão, que é destinada a reequilibrar contratos comutativos afetados por causas imprevisíveis. O risco, nos derivativos, não é imprevisível, mas, ao contrário, pressuposto do próprio negócio. O que não se sabe é a graduação de tais riscos, mas isto é elemento do negócio. No caso em específico, a razão de ser do contrato é o risco de variação cambial, e esse risco é a própria justificativa do acordo, não podendo ele, portanto, quando se confirma, ser fundamento para revisão ou extinção do contrato.

Aliás, quanto ao entendimento pela inaplicabilidade da teoria da imprevisão aos derivativos, comente-se também o Enunciado 35, elaborado na 1ª Jornada de Direito Comercial do CJF – Conselho da Justiça Federal, com o seguinte conteúdo: “Não haverá revisão ou resolução dos contratos de derivativos por imprevisibilidade e onerosidade excessiva (arts. 317 e 478 a 480 do Código Civil)”.

Outro ponto que merece ser destacado da decisão é a menção à liquidação por diferença, constante do item 3, assim dispondo: “nos contratos de derivativos, é usual a liquidação com base apenas na diferença entre o valor do parâmetro de referência verificado na data da contratação e no vencimento, sem a anterior entrega física de numerário”.

A figura da liquidação por diferença é muitas vezes mal compreendida no universo jurídico, mas de ampla utilização nos contratos derivativos, e expressamente aceita na legislação.

A liquidação por diferença se opõe à tradicional liquidação física (mediante entrega da coisa e pagamento do preço integral). Tal figura pode ser explicada da seguinte forma:

*Nessa hipótese, a liquidação (cumprimento) do contrato não envolverá, ao final, a entrega do objeto de referência da contratação, e nem o pagamento do preço integral, dado que o contrato se liquidará exclusivamente pela diferença entre o preço originalmente ajustado e a cotação do dia do vencimento do ajuste.*

8 SZTAJN, Rachel; FRANCO, Vera Helena de Mello. *Manual de direito comercial 2*. São Paulo: RT, 2005, p. 144.

*Portanto, o objetivo de tais contratos é apenas o de garantir uma compensação pela variação no preço de mercado do ativo referência, compensação esta que se dará através de um ajuste financeiro no vencimento do contrato* <sup>9</sup>.

Inclusive, o respaldo legal a tal modalidade de liquidação consta do artigo 816 do Código Civil, que estipula que as disposições sobre jogo e aposta não são aplicáveis a contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste.

Ainda, como destaque final da decisão, cabe observar o comentário de que não é aplicável ao caso o Código de Defesa do Consumidor. Nesse sentido, o item 4 definiu que *“as normas protetivas do direito do consumidor não incidem nas relações jurídicas interempresariais envolvendo contratos de derivativos”*. Tal entendimento decorreu de que no caso, sendo um lado integrado por sociedade empresária exportadora, que celebrava o contrato no contexto de seus negócios empresariais, e de outro um banco, correspondia tal situação a um contrato interempresarial, cujo negócio, para ambas as partes, estava relacionado à própria empresa que exercem, razão pela qual não corresponde a atividade consumerista, sendo inaplicável, portanto, o CDC.

### 3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O caso analisado se refere a acordo interempresarial, correspondente a um contrato derivativo, na modalidade swap, celebrado por duas sociedades, tendo por referência a variação cambial do dólar. Em razão de valorização abrupta da moeda à época dos fatos, uma das partes propôs medida judicial buscando a revisão do conteúdo do acordo. No entanto, tal pretensão não foi obtida, na medida em que não obteve reconhecimento de seu direito em qualquer das instâncias. Pode-se concluir que aceitar a revisão, como desejado, para reequilibrar um contrato de risco natural

(ou álea normal), corresponderia a intervenção excessiva, que acabaria por ofender a diversos princípios contratuais. Ademais, restou definido ser inaplicável a tais contratos a teoria da imprevisão, dado que o risco, nos derivativos, não é imprevisível, mas, ao contrário, razão de ser do próprio negócio.

### 4. REFERÊNCIAS

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Manual dos contratos empresariais*. São Paulo: Editora Foco, 2022.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos: definições, emprego e risco*. 3. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1999

SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Editora Cultural Paulista, 1998

SZTAJN, Rachel; FRANCO, Vera Helena de Mello. *Manual de direito comercial 2*. São Paulo: RT, 2005.

YASBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p.

9 GAGGINI, Fernando Schwarz. *Manual dos contratos empresariais*. São Paulo: Editora Foco, 2022, p. 37.