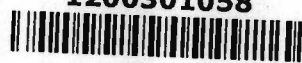


1200301058



15

**Risco jurídico nos contratos financeiros internacionais
para os mercados emergentes**

ROBERTO TAKEO TOYOHARA

**Risco jurídico nos contratos financeiros internacionais
para os mercados emergentes**

Banca Examinadora:

Professor Orientador: LIGIA MAURA COSTA

Professor:

Professor:

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO
CURSO DE MESTRADO PROFISSIONAL EM
ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

ROBERTO TAKEO TOYOHARA

Risco jurídico nos contratos financeiros internacionais
para os mercados emergentes



Dissertação apresentada ao Curso de
Mestrado Profissional da FGV/EAESP
Área de Concentração: Fundamentos So-
ciais e Jurídicos para obtenção de título de
Mestre em Administração
Orientadora: Professora Ligia Maura Costa

SÃO PAULO
Janeiro de 2003

Escola de Administração de Empresas de São Paulo	
Data 05.05	Nº de Chamada 3415 T756v
Tombo 1058/2003	Dis. e.1

TOYOHARA, Roberto Takeo. Risco jurídico nos contratos financeiros internacionais para os mercados emergentes. São Paulo: EAESP/FGV, 2003. 77 p. (Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional da EAESP/FGV, Área de Concentração: Fundamentos Sociais e Jurídicos.)

Resumo: Analisa os riscos envolvidos numa negociação em que as regras jurídicas podem ser alteradas, mostrando as potenciais consequências negativas de uma avaliação inadequada de um contrato de mercado não-regulamentado (balcão ou *over-the-counter*). Estuda casos reais de problemas ocorridos em contratos na Rússia, no Brasil, no Equador e na Argentina.

Palavras-Chave: Risco jurídico; Risco político; Risco de fronteira (*cross-border*); *Netting*; *Non Deliverable Forward*; *Default*; Contrato balcão ou *over-the-counter*.

*Dedico esta monografia aos meus pais,
pelo grande esforço em me dar uma boa educação,
apesar das dificuldades financeiras,
abdicando de muitas horas de lazer
para me ajudar a enfrentar o mundo.
Dedico-a também ao meu irmão (falecido)
que no momento está presenciando
esse momento de grande felicidade.*

*Agradeço à professora Lígia Maura Costa por
aceitar uma monografia desafiadora
sobre um assunto tão pouco conhecido;
e à FGV pela oportunidade de eu poder
mostrar ao público um assunto que pode
ajudar muitas empresas a terem uma maior
consciência sobre algo que já acarretou
a muitas delas prejuízos enormes.*

SUMÁRIO

Lista de figuras.....	10
Lista de siglas e abreviações.....	11
Introdução.....	12
1. Introdução	12
1.1 Entidades internacionais	14
1.1.1 ISDA (International Swaps and Derivatives Association)	14
1.1.2 EMTA (Emerging Markets Traders Association)	17
1.1.3 OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômi- co)	19
1.1.4 Clube de Paris	20
1.2 Objetivos do trabalho	28
Parte I – Referencial teórico.....	29
2.1 Categorias de risco financeiro	29
2.2 Modelos de risco financeiro	31
2.2.1 Modelo de Miller	31
2.2.1.1 Certeza jurídica	34
2.2.1.2 Gerenciamento de risco jurídico	37
2.2.2 Modelo de Patterson	38
2.2.2.1 Sistemas de câmbio	39
2.3 Contratos de derivativos no mercado balcão	40
2.3.1 Derivativos de moeda	41
2.3.1.1 Implicações legais	42
2.3.2 Derivativos de crédito sobre dívida soberana	43
2.3.2.1 Eventos de crédito	44
2.3.3 Categorias de risco no contrato ISDA	45

2.3.3.1 Inconsistência	46
2.3.3.2 Contrato único	48
2.3.3.3 Representação	48
2.3.3.4 Acordos	49
2.3.3.5 Eventos de quebra (incluindo risco de insolvência)	49
2.3.3.6 Cessão	49
2.3.3.7 Moeda contratual	50
2.3.3.8 Solução cumulativa	50
2.3.3.9 Lei do governo local e jurisdição	50
2.3.3.9.1 Diferenças entre a legislação inglesa e nova-iorquina para dívida dita “soberana”	50
2.3.4 Risco político	53
2.3.5 <i>Netting</i> (liquidação por diferença)	53
2.3.6 Risco de fronteira (<i>cross-border</i>)	55
2.3.7 Evento de força maior e de ilegalidade	56
Parte II: Referencial Prático: Estudo de casos	57
3.1 Derivativos de moeda	57
3.1.1 Caso da Rússia	57
3.1.2 Caso da Argentina	62
3.1.3 Caso do Brasil	70
3.1.3.1 Falência e concordata no Brasil	72
3.1.3.2 Jogo/Aposta no Brasil.....	73
3.2 Derivativo de crédito de dívida dita “soberana “	75
3.2.1 Caso do Equador	75
4. Conclusão	78
5. Bibliografia	80

6. Sites de Internet	81
7. Anexos.....	82
7.1 Medida Provisória No 2.192-70, de 24 de Agosto de 2001	82
7.2 Resolução 3039, de 30 de outubro de 2002	83
7.3 Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002.....	85

Lista de Figuras

Figura 1 - Modelo de capital baseado em risco para companhias financeiras ...	14
Figura 2 - Universo de atividades	15
Figura 3 - Transações suspeitas	16
Figura 4 - Risco oval	17
Figura 5 - Incerteza jurídico	19
Figura 6 - Risco jurídico	20
Figura 7 - Modelo de Patterson sobre regulamentação de transações de moeda (câmbio)	21
Figura 8 - Esquema de um típico derivativo de crédito	27
Figura 9 - Grau de supremacia de um contrato	30
Figura 10 - <i>Netting</i> (liquidação por diferença)	36
Figura 11 - Modelo de <i>cross-border</i> para operações de moeda	38
Figura 12 - Mudança de regra	55
Figura 13 - Modelo de Patterson para o rublo	57
Figura 14 - NDF x <i>Forward</i> local (1 mês) – diferença de preços	59
Figura 15 – Feriados na Argentina	60
Figura 16 – Diferença entre a taxa de mercado X EMTA (%)	62
Figura 17 - Mudanças ocorridas na moeda e na conta corrente	63
Figura 18 - Modelo de Patterson - caso da Argentina	64
Figura 19 - Modelo de Miller - caso da Argentina	65
Figura 20 - Diferença percentual entre o preço do futuro local x NDF	67
Figura 21 - Modelo de Miller - caso do Equador	73

Lista de siglas e abreviações

BACEN	Banco Central Brasileiro
CME	Chicago Mercantil Exchange
EMTA	Emerging Markets Trades Association
FMI	Fundo Monetário Internacional
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
NDF	Non deliverable forward
MICEX	Moscow Interbank Currency Exchange
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OTC	over-the-counter
SISBACEN	Sistema do Banco Central brasileiro

Introdução

1. Introdução

Vaughan (2001), define o risco como sendo uma condição em que há uma exposição à adversidade no mundo real. E o classifica em duas formas: financeiro e não-financeiro.

O risco financeiro envolve a relação entre o indivíduo (ou uma organização) que é exposto a uma possibilidade de perda com um ativo financeiro (como ação de bolsa de valores, poupança e ouro). E o risco não –financeiro seria aquele em que o indivíduo não é afetado financeiramente pelo evento, como por exemplo: perdas de vida animal após um incêndio na floresta.

Segundo Ramos (2000), muitas empresas têm amplo estudo sobre o gerenciamento de risco financeiro de mercado e de crédito, mas o problema observado é que o mercado em estudo, na maioria dos autores, engloba o gerenciamento de risco de países desenvolvidos, ou seja, um mercado livre e com regras totalmente conhecidas.

O mercado de moedas, como o euro e o yen, é um bom exemplo disso, pois negócios são feitos 24 horas por dia, com altíssima liquidez, e participantes do mundo inteiro podem entrar nesse mercado sem restrições.

Ele pode por ventura sofrer algumas interferências de bancos centrais preocupados com a paridade, mas essas atuações não chegam a alterar a liberdade de negociação da moeda. Considerado um mercado perfeito, ou seja, livre e com regras totalmente conhecidas pelos participantes, os riscos de se negociar nessas moedas são os riscos de mercado e de crédito, dessa forma, é compreensível que muitos autores¹ se preocupem somente com esses dois tipos de riscos.

Mclaughlin (1998) utiliza a definição de risco financeiro de mercado e crédito como medida de qualquer risco econômico com duas características básicas: probabilidade e magnitude do evento, que são características quantificáveis.

¹ Autores como Daniell (2.000), Shapiro (1978) e Redhead (1988).

O problema verificado nesse caso seria o cálculo com base em dados passados; fatos futuros podem não repetir o que aconteceu no passado. Já o risco jurídico não pode ser quantificado. Os resultados jurídicos adversos, e o potencial consequência e magnitude são similarmente não-quantificáveis.

Com a globalização, muitas empresas estão fazendo negócios em países emergentes com mercados ainda pouco desenvolvidos. Em muitos deles, a negociação das moedas ainda sofre algum tipo de intervenção, seja em paridade, como na Argentina, que mantinha a paridade em 1:1, seja em tipo de negócio como na Indonésia, em que cada transação de troca de moeda (câmbio) deverá passar pelo controle do Banco Central local.

A negociação de moedas nesses casos não é totalmente livre e, neles, os outros riscos, além dos de mercado e de crédito, começam a ter relevância. O desconhecimento desses riscos pode levar a perdas não previstas, principalmente quando ocorre algum evento não esperado.

Casos como o da Rússia, do Equador, do Brasil e da Argentina, que serão detalhados mais adiante, ajudam a entender um pouco mais os outros tipos de riscos com que as entidades também devem se preocupar.

1.1 Entidades internacionais

1.1.1 ISDA (International Swaps and Derivatives Association)²

A associação

A ISDA é uma associação de negociação global representando participantes líderes na indústria de derivativos negociados no mercado balcão³, incluindo derivativos do tipo *swaps* de taxas de juros, moedas, mercadoria (café), crédito e ação de bolsa de valores. Foi fundada em 1985 e hoje possui associados de mais de 575 instituições de 44 países e seis continentes. Dentre esses sócios, estão as maiores instituições do mundo que negociam derivativos.

Desde o início, a associação é pioneira no esforço de identificar e reduzir fontes de risco nos derivativos e gerenciamento de risco no negócio. Ela trabalha no desenvolvimento do documento chamado ISDA Master Agreement (ver item 2.3). Além disso, a ISDA publica também uma série de documentos relacionados a materiais e instrumentos de derivativos, cobrindo uma variedade de tipos de transações. Ela ainda emite opiniões legais sobre a validade jurídica de *netting* (ver item 2.3.5), assegurando reconhecimento dos efeitos de redução de risco de *netting* na determinação de capital requerido em termos de risco de crédito. Ela promove ainda as práticas de gerenciamento de risco e melhora o entendimento e o tratamento dos derivativos e do gerenciamento de risco sobre a perspectiva de regulamentação de capital e política pública.

Missão

O principal preceito da associação é encorajar o desenvolvimento de um prudente e eficiente mercado de derivativos negociados particularmente entre as partes.

A missão da ISDA é:

² Fonte: www.isda.org

³ OTC (over-the-counter) ou mercado não regulamentado

- promover a prática de uma conduta eficiente de negócios, incluindo o desenvolvimento e a manutenção de documentação sobre os derivativos;
- promover o desenvolvimento das práticas de gerenciamento de risco;
- buscar altos padrões de conduta comercial;
- melhorar o entendimento público internacional sobre o negócio;
- educar membros e outros sobre a legislação vigente, assuntos jurídicos, documentação, contabilidade, impostos, nos âmbitos operacional, e tecnológico e outros que possam afetá-los;
- criar um fórum de análise e discussão e representar o interesse comum de seus membros.

Atuação na América Latina

Em 2001, a ISDA apoiou ativamente a legislação de *netting* na América Latina. A associação obteve seu primeiro trabalho na região do México e enviou uma carta aos agentes reguladores e políticos para favorecer uma promulgação de legislação de *netting* na Argentina, visando promover certeza jurídica para assegurar viabilidade jurídica de *close-out netting* no mercado balcão na Argentina.

O congresso brasileiro promulgou, em 2002, legislação regulamentando as atividades das casas de custódia e liquidação (ver item 7.3). Entretanto, a legislação não se estende a prover proteção jurídica após inadimplência de uma transação bilateral de um derivativo balcão.

No Brasil a associação contribuiu com agentes reguladores para discutir a implementação da regulamentação do Artigo 30. O Artigo 30 da medida provisória No. 2139-67 visa assegurar a validade de obrigações de *netting* e *close-out* sobre acordos financeiros, incluindo falência.

O contrato padrão (*master agreement*)

Os participantes do mercado, para realizar uma negociação de derivativo no mercado balcão, poderiam celebrar contratos para cada transação, separa-

damente, sendo que cada contrato seria juridicamente independente, o que resultaria em contratos muito mais longos.

O contrato padrão foi elaborado para simplificar os principais termos jurídicos e de crédito das transações, que deveriam ser negociados para cada negociação celebrada entre as partes.

O adendo (*schedule*)

A documentação do contrato padrão visa atender uma grande variedade de propósitos. O adendo do contrato padrão vem para se ajustar às necessidades dos participantes do mercado. Isso faz o contrato ser mais eficiente e flexível.

A confirmação

Cada transação tem seu aspecto jurídico e seu crédito, que estarão de acordo com o contrato padrão e seu adendo. A confirmação visa atender o aspecto econômico, já que cada transação terá sua característica econômica, como, por exemplo: taxa de negociação, forma de cálculo da taxa de referência e dia de vencimento da operação.

1.1.2 EMTA (Emerging Markets Traders Association)⁴

Missão e origem

O EMTA é o principal grupo de negociação para os mercados emergentes e para a comunidade de investimento. Ele se dedica a promover ordenadamente um mercado: razoável, eficiente e transparente; com os instrumentos dos mercados emergentes, ajudando a integrar ao mercado global. Ele provê também um fórum para capacitar os participantes do mercado a identificar questões de importância para a comunidade de negócio e investimento e, quando necessário, rever alternativas e desenvolver consenso para solucionar os problemas e oportunidades.

O EMTA foi fundado em 1990 pela comunidade financeira em resposta a muitas novas oportunidades de negócios criadas pela reestruturação da dívida do México e da Venezuela sobre o Plano Brady.

Num esforço para desenvolver mecanismos sobre um mercado que negocia perto de USD 50 bilhões de valor de face dos novos ativos da dívida, um grupo restrito de negociadores, mas representado as maiores instituições financeiras, formou o *LDC Debt Trades Association*. Em 1992, a denominação da organização foi mudada para *Emerging Markets Traders Association* para refletir melhor o envolvimento do mercado de derivativos nos países emergentes.

Como os países dos mercados emergentes e as companhias têm reentrado no mercado de capital e os mercados de capital internos tornaram-se mais desenvolvidos, o mercado, além de negociar os títulos da dívida externa do Plano Brady, começaram a negociar Eurobonds e outros instrumentos financeiros. O investidor também tornou-se mais diversificado. Como o mercado mudou, as atividades do EMTA também mudaram para atender as necessidades dos participantes.

Sozinho ou em colaboração com os outros grupos da indústria financeira, o EMTA agora trabalha nas práticas de mercado, na documentação padrão e

⁴ Fonte: www.emta.org

aplica-se a construir infraestrutura sobre o mercado emergente de títulos de dívida soberana, derivativos, moeda, ação e instrumentos em moeda local.

Em 2000, o grupo mudou o nome para simplesmente EMTA e expandiu sua missão, incluindo a tarefa de promover os direitos do investidor por meio de todas as categorias de instrumentos e aumentar a confiança na classe dos ativos do mercado emergente, beneficiando assim todos os participantes do mercado.

Atividades e serviços

O EMTA trabalha para desenvolver um mercado organizado e facilitar a negociação e o investimento em mercados emergentes, por reconhecer e adotar práticas de mercados, sugerindo projetos para identificar, esclarecer e minimizar os riscos de negociação e liquidação, promovendo consistência entre padrões de negociação local e internacional e aumentar o conhecimento internacional dos mercados locais.

O EMTA mantém um encontro anual em Nova York, no qual oferece a todos os participantes do mercado a oportunidade de ouvir as principais análises de cada segmento. O EMTA também serve como uma fonte de informações de mercado, disseminando dados tais como preço e volume e notícias sobre a reestruturação de países.

O EMTA também trabalha para promover os direitos do investidor a todas as categorias de instrumentos.

A tarefa do EMTA é ajudar a integrar os mercados emergentes no mercado global com extensiva colaboração de outras associações como o ISDA (International Swaps and Derivatives Association) e o ISMA (International Securities Market Association).

1.1.3 OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico)⁵

A OCDE é uma entidade que busca a boa governança no serviço público e na atividade corporativa que ajuda e auxilia governantes a assegurar a responsabilidade das áreas econômicas mais importantes com monitoramento setorial e a adotar orientações estratégicas, decifrando questões emergentes e identificando políticas de trabalho.

Ela elabora instrumentos de acordo internacional, decisões e recomendações para promover regras de jogo em áreas em que acordo multilateral é necessário para países individuais terem progresso numa economia globalizada. Dividir os benefícios do crescimento é também crucial, como mostrado em atividades tais como economias emergentes, desenvolvimento sustentável, economia territorial e ajuda financeira.

⁵ Fonte: www.oecd.org

1.1.4 Clube de Paris⁶

O Clube de Paris é uma instituição informal que não possui existência jurídica reconhecida e reúne um grupo de países credores, na maior parte das vezes integrantes da OCDE, com o propósito de renegociar a dívida governamental de alguns países em dificuldades financeiras. Para ter seu débito externo renegociado junto ao Clube de Paris, o país deve submeter-se à condição essencial de adoção de um programa de estabilização aprovado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

Embora o Clube de Paris não tenha base nem *status* jurídico, os acordos são alcançados seguindo regras e princípios que ajudarão a coordenar o acordo a ser alcançado eficientemente. Essas regras e princípios são aceitos por todos os participantes do Clube de Paris.

A - Princípios

1) Caso a caso

O Clube de Paris toma decisões caso a caso para que o acordo se ajuste a cada país devedor individualmente.

2) Consenso

Nenhuma decisão pode ser considerada se o Clube de Paris não tiver uma solução de consenso entre os participantes dos países credores.

3) Condicionalidade

Tratamentos da dívida são aplicados apenas para países que necessitam de uma reestruturação e onde reformas são implementadas para resolver as dificuldades de pagamento. Na prática, a condicionalidade é provida pela existência de programa de governo aprovado pelo FMI, que demonstra a necessidade de ajuda sobre a dívida.

⁶ Fonte: www.clubedeparis.org

4) Solidariedade

Credores concordam em implementar os termos combinados no contexto do Clube de Paris.

5) Comparabilidade de tratamento

O Clube de Paris preserva a comparabilidade de tratamento entre os diferentes credores. Dessa maneira, o país devedor não pode receber um tratamento menos favorável do que outro acordo já alcançado no Clube de Paris.

B - Regras e convenções dos acordos do Clube de Paris

1) Dívidas tratadas

Entre os diferentes tipos de dívida, os acordos do Clube de Paris geralmente se aplicam apenas:

- às dívidas do setor público, pois o acordo é assinado por países devedores que não conseguem honrar suas obrigações externas. Dívidas de entidades privadas e garantidas pelo setor público são consideradas como dívidas do setor público;
- dívidas de médio e longo prazo. Dívida de curto prazo (dívida com maturidade de um ano ou inferior) é excluída, pois sua reestruturação pode criar significativa interrupção na capacidade de o país devedor participar do comércio internacional;
- aos créditos admitidos antes da “data de corte”. A “data de corte” é definida e não é mudada em acordos subsequentes nos acordos do Clube de Paris. Créditos admitidos após essa data não estão sujeitos a futura reestruturação. Portanto, a “data de corte” ajuda a recuperar o acesso ao crédito do país devedor com dificuldades de pagamento.

Pelo lado do credor, as dívidas tratadas são: créditos, empréstimos, e créditos comerciais garantidos por governos ou instituições aprovadas pelos credores do Clube de Paris. Exigências de outros credores são divididas em duas partes: (i) exigências de organismos multilaterais não são reestruturadas; (ii) ou-

tras exigências são tratadas pelo país devedor de maneira apropriada pelo acordo com o Clube de Paris.

Dívida que já foi examinada dentro de um contexto de acordo prévio do Clube de Paris normalmente não é reexaminada novamente, exceto para aqueles países em que há grande diferença de descasamento das finanças ou em que todas as dívidas anteriores à “data de corte” já foram reestruturadas. Quando a dívida previamente reestruturada é examinada novamente, as dívidas mais novas são conduzidas primeiramente do que as dívidas mais antigas.

2) Tratamentos de fluxo e estoque

Tratamentos de fluxo: um acordo padrão do Clube de Paris provê uma maneira de ajudar um país devedor com dificuldades temporárias no balanço de pagamentos. Esse acordo é descrito como um alívio do fluxo e funciona da seguinte maneira: o período de tempo a que o acordo se refere é usualmente o período que o programa do FMI mostra como um descasamento das finanças que pode ser coberto apenas pela reestruturação da dívida. Esse período é chamado de “período de consolidação”.

Falhas nos pagamentos devidos aos credores do Clube de Paris nesse período e cobertos pelo acordo são então consolidados. Para o pagamento dessas dívidas é então feita uma nova estruturação (“reestruturação”).

O período padrão de consolidação é de um ano. Entretanto, países credores têm aceitado reestruturar a dívida não paga em dois ou três anos, correspondendo a um acordo multianual com o FMI, que mostra um descasamento das finanças.

Tratamentos de estoque: alguns tratamentos do Clube de Paris se aplicam não apenas aos pagamentos falhos da dívida em um período particular de tempo, mas ao estoque da dívida inteira. A intenção de qualquer acordo que negocie com o estoque da dívida é prover um país com um tratamento final pelo Clube de Paris, chamado de uma reestruturação de saída. Esses acordos são implementados nas seguintes circunstâncias: no contexto dos países pobres alta-

mente endividados, ou *Heavily Indebted Poor Countries* (HIPC), credores do Clube de Paris dividem o esforço definido no contexto da iniciativa por meio dos termos *Cologne*, que será visto adiante.

O tratamento de estoque deve ser implementado, caso a caso, para os países que tenham estabelecido um gerenciamento satisfatório de dados com o Clube de Paris e com o FMI, com suficiente confiança na sua habilidade de respeitar o acordo da dívida.

Tratamentos de estoque geram um interesse de consolidação maior que o de fluxo. Como consequência, o tratamento de estoque provê uma ajuda à dívida de longo prazo, mas a ajuda financeira é menor para a de curto prazo do que o fluxo de tratamento.

3) Termos de pagamento resultantes do acordo do Clube de Paris

O Clube de Paris tem ajudado a realizar acordos que levem a níveis de pagamento não-sustentáveis para o devedor. Sobre o tempo de prática e a teoria que tem sido desenvolvida, duas tendências têm emergido nos termos dos acordos, como se vê a seguir.

Períodos mais longos para repagamento para países mais pobres. O período máximo é de 23 anos (excluindo seis anos de não-pagamento).

O cancelamento da dívida tem sido largamente usado. Em dezembro de 1994, o Clube de Paris concordou em implementar um novo tratamento de consenso na dívida de países mais pobres e países mais endividados, chamado de *Naples terms*, aumentando o nível de cancelamento para 67%. Em novembro de 1996, o esforço de cancelamento dos credores subiu para 80% (*Lyon terms*) para países reconhecidos como países pobres altamente endividados. Em novembro de 1999, o nível de cancelamento foi de 90% (*Cologne terms*) ou mais quando necessário para alcançar sustentabilidade da dívida.

4) Provisão da troca da dívida

Os acordos devem conter uma provisão que possibilite que o credor aceite voluntariamente a troca da dívida. Essas operações devem ser dívidas por

natureza, por ajuda, por troca de ação ou por troca por moeda local. Essas trocas freqüentemente envolvem a venda de uma dívida pelo credor para um investidor; este vende a dívida para o devedor de volta por ação de uma companhia local ou por moeda local para ser usada em projetos no país.

Para preservar a comparabilidade de tratamento e a solidariedade entre os credores, os montantes de troca de dívida que podem ser conduzidos são feitos de acordo com o percentual do estoque de cada credor individual.

C - Termos de tratamento da dívida

Os tratamentos são definidos individualmente, por consenso de todos os países credores. A maioria dos tratamentos está relacionada a categorias pre-definidas por grau de consenso. Isso pode ocorrer em virtude de um cancelamento de parte das exigências, de uma reestruturação das exigências sobre um longo período de tempo com um taxa de juros menor que a de mercado ou quando um tratamento de dívida resulta em uma redução do valor presente das exigências reestruturadas.

Os tratamentos estão listados a seguir por grau de consenso:

- *Classic terms*: tratamento padrão.
- *Houston terms*: para países altamente endividados com renda baixa ou média.
- *Naples terms*: para países pobres altamente endividados.
- *Cologne terms*: para países elegíveis ao HIPC (países pobres altamente endividados).

A elegibilidade para os diferentes termos é realizada caso a caso pelos credores do Clube de Paris, levando em conta a base de dados do país devedor e os critérios do Clube de Paris e do Fundo Monetário Internacional, como renda *per capita*, nível de endividamento e serviço da dívida.

Outros termos foram definidos em tratamentos anteriores. Embora eles não sejam mais usados, uma parte da dívida ainda permanece:

- *Toronto terms*: modificado para *Naples terms*.
- *London terms*: modificado para *Naples terms*.

- *Lyon terms*: modificado para *Cologne terms*.

Observação importante: em todos os termos, há a possibilidade de os acordos serem bilaterais e voluntários.

Classic terms

1) História

Classic terms, é o tratamento padrão que a dívida do país recebe quando este vai ao Clube de Paris, ou seja, os créditos são reestruturados a uma taxa de mercado apropriado, com re-pagamentos negociados caso a caso.

2) Elegibilidade

Qualquer país que tenha um programa de governo aprovado pelo FMI e que mostre necessidade de ajuda do Clube de Paris na dívida para se beneficiar dos termos.

Houston terms

1) História

Em setembro de 1990, credores do Clube de Paris concordaram em implementar um novo tratamento da dívida dos países de mais baixa renda média. Esse novo tratamento foi chamado de *Houston terms*. Podendo ser implementado caso a caso, tendo três melhoras substanciais em relação ao *Classic terms*.

- **Non-ODA**⁷: créditos são reestruturados a uma taxa apropriada de mercado por 15 anos com dois ou três anos de carência e pagamentos progressivos ano a ano.
- **ODA**: créditos são reestruturados a uma taxa de juros menos favorável à taxa de consenso original, sobre 20 anos e com carência máxima de 10 anos. Essa reestruturação usualmente resulta em uma redução do valor presente das exigências. Por contraste, a reestruturação do

⁷ O Clube de Paris define *ODA credits* e *non-ODA credits* como créditos de assistência oficial de desenvolvimento (*Official development assistance* - ODA) de baixa taxa de juros e ajuda no desenvolvimento que são definidos pela OECD.

Clube de Paris tem um efeito positivo no valor esperado das exigências do ODA, pois os credores recuperam parte do montante inadimplente.

- A troca da dívida pode ser feita de forma bilateral e voluntária.

2) Elegibilidade

É feita caso a caso, levando em conta a base de dados do país devedor com os vários critérios do Clube de Paris e do Fundo Monetário Internacional, incluindo pelo menos dois dos três seguintes critérios: (i) baixo nível de renda (PIB *per capita* menor do que USD 2.995); (ii) alto endividamento (se tiver pelo menos dois dos três critérios: dívida sobre o PIB maior que 50%, dívida sobre a exportação maior que 275%, serviço da dívida programada sobre as exportações maior que 30%); (iii) ter um estoque de dívida oficial bilateral de pelo menos 150% da dívida privada.

Acordo bilateral

Como o Clube de Paris não é uma instituição, países credores que participam dos acordos da dívida assinam uma minuta, que é uma recomendação para seus governantes negociarem e assinarem um acordo bilateral legalmente válido com o país devedor. Os termos e condições que se aplicam são definidos dentro de um contexto de negociações bilaterais. Na prática, a minuta provê três tipos de referência para definir a taxa de juros nos acordos bilaterais:

1) Quando a referência é feita a uma taxa apropriada de mercado, a taxa de juros é baseada na taxa padrão da moeda considerada mais uma taxa de gerenciamento. Essa taxa deve ser fixa ou variável e não inclui um prêmio para o risco país.

2) Quando a referência é feita pela última taxa, a taxa de juros aplicada também inclui uma penalidade sobre a taxa apropriada de mercado.

3) Quando a referência é feita a uma taxa menos favorável do que a taxa original de consenso, a taxa de juros a ser aplicada é menor do que a taxa de consenso original dos créditos reestruturados e a uma taxa de mercado apropriada.

Naples Terms

1) História

Em dezembro de 1994, os credores do Clube de Paris concordaram em implementar um novo tratamento à dívida dos países mais pobres. Esses novos termos foram chamados de *Naples terms*.

- **Non-ODA:** créditos são cancelados até 67%.
- **ODA:** créditos são reestruturados a uma taxa menos favorável à taxa de consenso original (40 anos com 16 anos de carência e repagamento progressivo).
- A troca da dívida pode ser feita de forma bilateral e voluntária.

Cologne Terms

1) História

Em novembro de 1999, países do Clube de Paris aceitaram o cancelamento da dívida em 90% dos países no quadro dos altamente endividados (*Heavily Indebted Poor Countries* - HPIC).

- **Non-ODA:** os créditos são cancelados até 90% ou mais se necessário.
- **ODA:** os créditos são reestruturados a uma taxa menos favorável à taxa de consenso original (40 anos com 16 anos de carência e repagamento progressivo).
- A troca da dívida pode ser feita de forma bilateral e voluntária.

2) Elegibilidade

Os termos são implementados caso a caso. Para qualificar esses termos, países devedores devem ser elegíveis aos *Naple Terms* e ter um envio constante de base de dados com o Clube de Paris e forte ajuste econômico, além de ter sido declarado elegível pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial.

1.2 Objetivos do trabalho

Neste trabalho, o risco jurídico dos contratos de derivativos será estudado, pois essa é uma área nova que vem-se desenvolvendo depois das atuais crises financeiras dos mercados emergentes.

Verifica-se que tratar os mercados emergentes da mesma maneira que o mercado de um país desenvolvido é um erro que muitas entidades ainda cometem.

Os mercados emergentes apresentam uma característica à parte em relação aos contratos, pelo fato de muitos dos países terem uma legislação local quase totalmente desconhecida pela comunidade mundial, podendo inclusive mudar as regras do jogo de uma hora para outra.

Para se proteger desse risco de jurisdição local, muitas companhias preferem fazer negócios de proteção de risco no mercado externo, os chamados contratos balcão ou OTC (*over-the-counter*), que são contratos regidos pelo ISDA (Internacional Swap Dealers Association), entidade que será detalhada posteriormente, normalmente com leis aplicáveis de Nova York ou Londres.

Segundo dados da ISDA, o volume de operações de derivativos feitas a partir do contrato padrão (*master agreement*) que estão em aberto até junho de 2002 foi de USD 82,7 trilhões para derivativos de taxas de juros e moeda, USD 1,6 trilhão para derivativos de crédito e USD 2,3 trilhões para derivativos de ação de valores. Como qualquer contrato, esse envolve riscos e conhecê-los é uma forma de poder gerenciá-los.

Este trabalho visa ainda um estudo sobre os riscos dos contratos financeiros internacionais para os mercados emergentes, focando-se principalmente naqueles que envolvem proteção (*hedge*) para as exposições em moeda e derivativos de crédito de dívida soberana.

Parte I - Referencial teórico

2.1 Categorias de risco financeiro

A classificação dos riscos não está totalmente definida, variando de autor para autor, como se pode verificar.

Ramos (2000) define risco financeiro como uma possibilidade de perda e classifica outros termos da seguinte maneira:

- Mercado: mudanças de preços dos ativos financeiros.
- Crédito: probabilidade de inadimplência de um ativo.
- Liquidez: dificuldades de financiamento nas operações.
- Negócio: diminuição no volume de negócio ou margens de lucro.
- Operacional: erro humano ou erros na produção ou gerenciamento.
- Jurídico: baixo conhecimento da lei ou cláusulas envolvidas no contrato

Roseman (2000) desenvolveu um novo modelo de adequação de capital de uma empresa baseado em risco, analisando seu risco de crédito, de mercado e de operação. Esse modelo é usado principalmente por empresas que tenham uma exposição muito grande em risco de crédito, como as seguradoras e aquelas que negociam muitos contratos balcão (OTC).

Como pode ser visto na figura a seguir, a classificação de risco é dada de três maneiras: mercado, crédito e operacional.

Figura 1 - Modelo de capital baseado em risco para companhias financeiras

Modelo de capital baseado em risco para companhias financeiras		
Capital baseado em risco = R1 + R2 + R3, em que:		
R1 = risco de preço (mercado)		
R2 = risco de crédito		
R3 = risco operacional		
R1 = risco de preço (mercado) =		
MR1 + MR2 + MR3 + MR4 + MR5 + MR6 + MR7, em que:		
MR1 = risco "delta" de taxas de juros		
MR2 = risco "gama" de taxas de juros		
MR3 = risco "vega" de taxas de juros		
MR4 = risco "delta" do portfólio de ação		
MR5 = risco "gama" do portfólio de ação		
MR6 = risco do passivo		
MR7 = risco "gama" do ativo		
R2 = risco de crédito = CR1 + CR2 + CR3, em que:		
CR1 = exposição de crédito sobre operações não-financeiras como derivativos de crédito		
CR2 = risco de crédito sobre a contraparte no mercado balcão (OTC)		
CR3 = concentração de risco de crédito		
R3 = risco operacional = ((P1 * F1) + (P2 * F2) + (P3 * F3)) * multiplicador de adequação de capital		
Em que:		
F1 a F3 = fatores de risco operacional entre 0,01% e 0,50%		
P1 = montante total de derivativos feitos no mercado balcão (OTC)		
P2 = montante total de intermediação financeira		
P3 = montante total de outros negócios		

Mclaughlin (1998) divide o risco em:

- Negócio: diversidade, qualidade do produto e base de clientes.
- Operacional: qualidade de gerenciamento de risco, tecnologia de sistemas de apoio, experiência gerencial e qualidade, etc.
- Sistemático: evento potencial de interrupção imprevista na indústria.
- Jurídico: possibilidade de não se realizar um ganho pelo fato de o contrato não estar de acordo por causa de documentação inadequada, execução não autorizada, falência ou insolvência.

Pickford (2001) classifica o risco da seguinte forma:

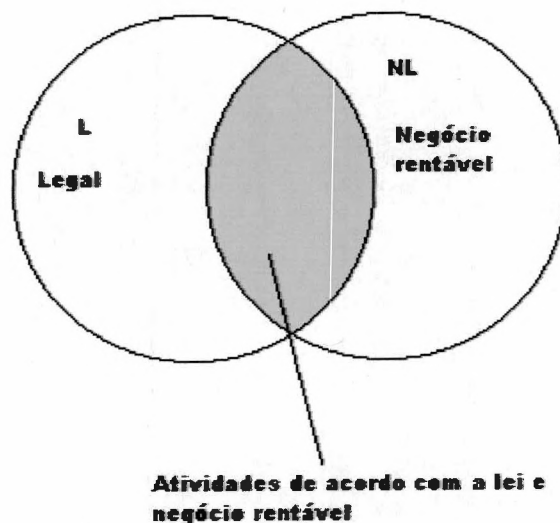
- Financeiro: mudança brusca no preço do ativo, a liquidez do ativo deve ser considerado na análise.
- Operacional: fraude, falha na produção do produto ou quebra de máquina.
- Político e mudança na legislação: mudanças na economia feitos pelos governantes que podem alterar a forma de liquidação dos contratos.
- Sistêmico: Insolvência ou falha no pagamento.

2.2 Modelos de risco financeiro

2.2.1 Modelo de Miller

Miller (1986) desenvolveu um modelo de análise qualitativa, levando em conta a posição relativa da operação no modelo em estudo. Considerando questões jurídicas, rentabilidade do negócio e operações suspeitas de negociação.

Figura 2 - Universo de atividades



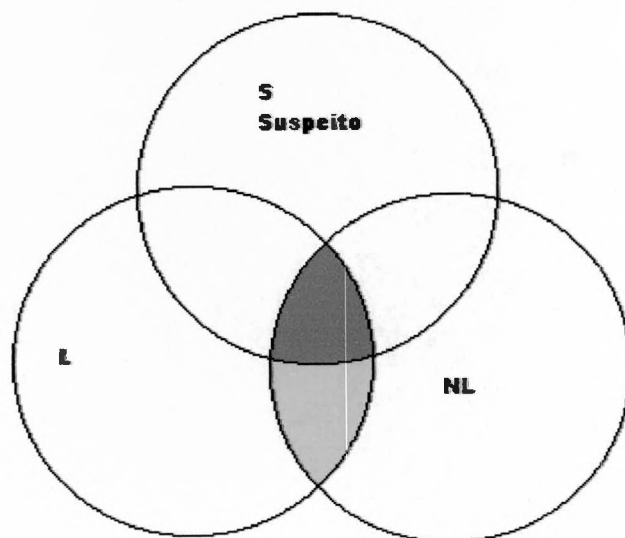
Pela análise de Miller (1986), a figura anterior mostra o universo de todas as atividades possíveis. O círculo L representa todas as que estão de acordo com a lei vigente. Qualquer atividade fora do círculo L não está de acordo com a lei. O círculo NL representa todas as possíveis atividades de negócio rentáveis; fora do círculo, os negócios passam a ser não-rentáveis.

A preocupação fica com as atividades que não estão em amarelo sobre o círculo NL – o negócio é rentável, mas está fora da lei.

As transações devem estar localizadas dentro da área amarela, ou seja, na intersecção entre o círculo L e o círculo NL.

Transações suspeitas

Figura 3 - Transações suspeitas



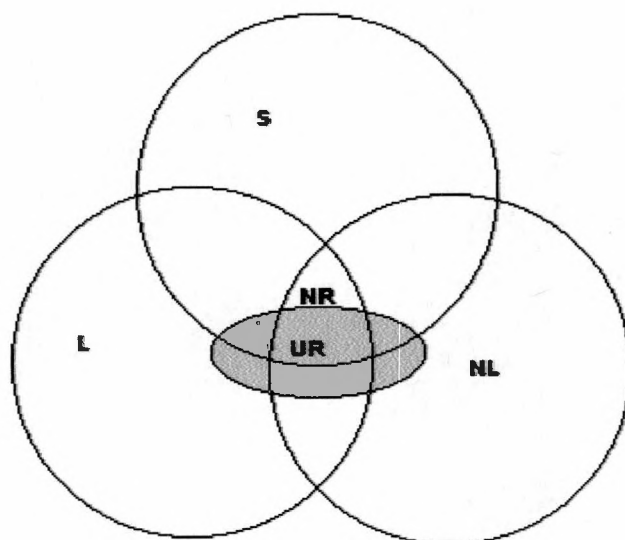
Pela figura anterior, o círculo S representa todas as transações consideradas suspeitas; as transações fora do círculo são operações não-suspeitas. Falta de regulamentação e controle em operações de alguns derivativos facilita o surgimento de operações dentro do círculo S. Podem ser operações que até estão dentro da lei, mas alguns bancos podem “empurrar” operações de derivativos, ou seja, tentar vender mesmo sabendo que o cliente tem pouco conhecimento do ativo em questão.

Um resultado inesperado pela falta de conhecimento pode fazer a contraparte alegar que era uma “aposta”, o que será visto adiante (ver item 2.3), tornando assim a operação ilegal.

Os altos prejuízos que algumas empresas⁸ sofreram com operações de derivativos nos últimos anos fizeram com que muitas pessoas julgassem que a maioria das operações de derivativos estivesse na área verde, ou seja, dentro da lei, sendo rentáveis, mas suspeitas.

Risco oval

Figura 4 - Risco oval



O risco oval, mostrado na parte escura da figura anterior, é uma representação de que as leis, os produtos e os riscos são dinâmicos. O tamanho e os contornos do desenho estão constantemente mudando de posição. Os contornos entre as diferentes formas são freqüentemente vagas, e as relativas localizações dos três círculos estão sujeitas a mudanças. A característica dinâmica dos riscos dos derivativos lança mais dúvida sobre sua definição.

⁸ Um dos exemplos mais conhecidos, segundo Fay (1996), foi a falência do banco Barings em fevereiro de 1.995.

O gerenciador do risco e a área jurídica, caso forem as pessoas que controlam a exposição ao risco, devem desenvolver um sistema de risco interno de gerenciamento, independente das definições de regulamentação, enfocando a realidade econômica dos produtos e suas combinações.

Qualquer sistema deve facilitar a compreensão das funções essenciais e características de comportamento dos produtos financeiros que a organização está usando ou pretende usar.

2.2.1.1 Certeza jurídica

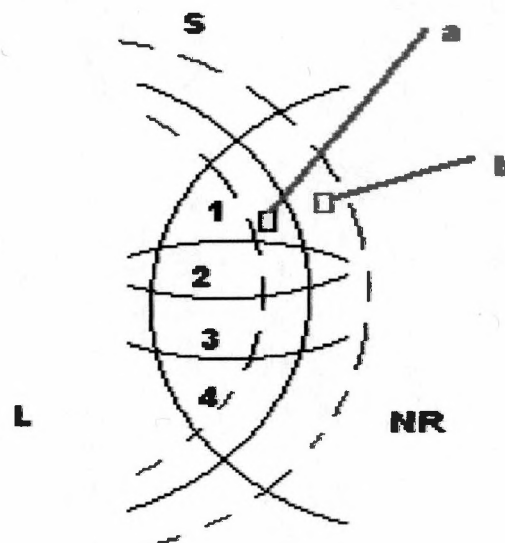
No artigo da ISDA (2002), certeza jurídica refere-se à expectativa de os direitos de propriedade e contratos serem reconhecidos e terem validade na jurisdição local.

Operacionalmente, certeza jurídica se dá em duas formas. Em relação à transação, certeza jurídica implica que os termos do contrato não são ambíguos e os direitos e obrigações das partes são claras. Quanto à jurisdição, certeza jurídica implica que o contrato, como acordado pelas partes, terá validade na corte (no contrato ISDA as cortes são previamente escolhidas no ato da assinatura do contrato). Falha na certeza em qualquer dessas formas significa falha também na confiança das partes no contrato.

A importância da certeza jurídica se dá em jurisdições em que não existe legislação de *netting*, que será abordada a seguir. Há o risco de que essas jurisdições não dêem validade jurídica às provisões de *netting* do contrato do ISDA, permitindo, portanto, considerar que cada transação gere um contrato separado que se pode aceitar ou rejeitar. A incerteza jurídica poderia aumentar o risco sistêmico.

Um país que não tenha uma legislação clara de *netting* faz com que muitos participantes tenham receio de aumentar a exposição nesse país, temendo que, se um participante não conseguir honrar suas obrigações, isso causará um efeito em cadeia que afetará todos os participantes.

Figura 5 - Incerteza jurídica



Voltando ao modelo de Miller (1986), a localização da transação na fronteira do círculo L cria incertezas sobre a validade jurídica dessa transação. Uma transação localizada no ponto *a*, por exemplo, poderia ser considerada com validade jurídica, e o ponto *b* seria uma transação que não é exeqüível juridicamente.

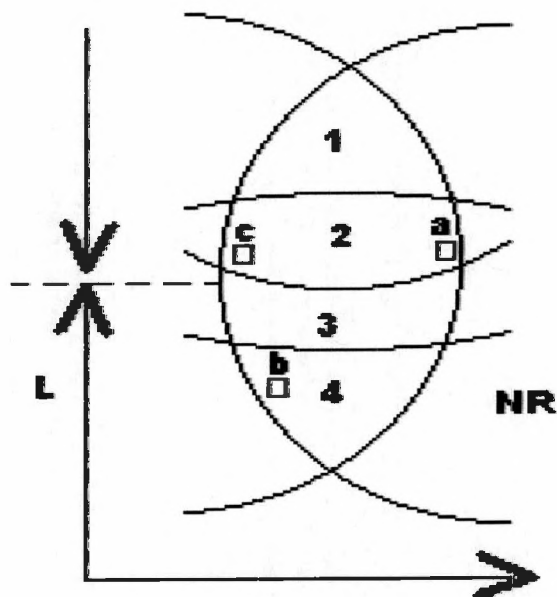
As principais preocupações sobre a validade jurídica das transações são:

- Formação do contrato.
- Capacidade – os bancos devem se precaver contra empresas cuja capacidade de pessoas é muito baixa em relação ao conhecimento de operações de derivativos. Uma operação mal feita pode levar uma empresa à falência, e isso pode não significar má-fé dos bancos, que podem fazer operações suspeitas, mas o total desconhecimento do funcionamento de derivativos e seus riscos. Essas empresas podem alegar juridicamente que foram enganadas pelos bancos fazendo operações suspeitas.

- Antecipação do contrato por falência ou insolvência – as operações de derivativos podem ser feitas com bancos, corporações, seguradoras, etc. Cada uma tem sua lei e regulamentação própria, portanto, é muito fácil uma transação estar no ponto *b* da figura acima e os participantes acharem que está no ponto *a*. Somente se ocorrer o evento é que se observará a real situação da transação.
- Legalidade dos derivativos no mercado balcão (OTC) – é o risco de o contrato não ser exeqüível. Por exemplo, uma empresa pode alegar evento de força maior dependendo de como ocorreu o evento. O caso da Rússia é um exemplo típico desse tipo de preocupação que será visto adiante.

2.2.1.2 Gerenciamento de risco jurídico

Figura 6 - Risco jurídico



Na figura anterior, as três setas apontam na direção de um risco maior. Quanto mais próxima das regiões 2 e 3 a transação estiver, mantendo todas as outras iguais, maior será o risco de a atividade tornar-se um problema **econômico**. Similarmente, quanto mais próxima uma atividade estiver do círculo L, maior o risco de o problema ser **jurídico**.

Ponto *a* – atividade com alto risco econômico e jurídico.

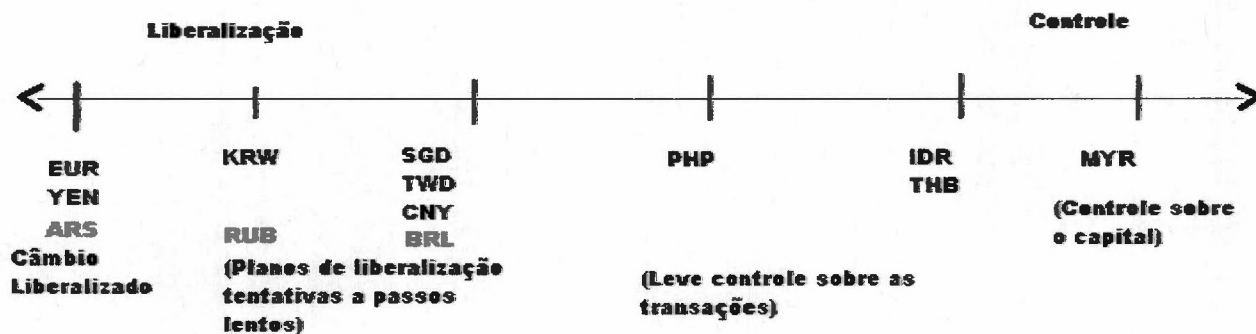
Ponto *b* – atividade com baixo risco econômico e jurídico.

Ponto *c* – atividade com alto risco econômico, mas baixo risco jurídico.

Uma empresa deve estar ciente da localização de suas atividades, pois um julgamento errado de posicionamento pode levar a prejuízos enormes.

2.2.2 Modelo de Patterson

Figura 7 - Modelo de Patterson sobre regulamentação de transações de moeda (câmbio)



Obs.: Posição relativa das moedas antes da crise.

Código da moeda	País
EUR	Europa
YEN	Japão
ARS	Argentina
KRW	Coreia
RUB	Rússia
SGD	Cingapura
TWD	Taiwan
CNY	China
BRL	Brasil
PHP	Filipinas
IDR	Indonésia
THB	Tailândia
MYR	Malásia

Patterson (2001) elaborou um modelo para simplificar a posição relativa da regulamentação de transação de câmbio, como mostra a figura anterior, em que cada país tem sua própria regulamentação sobre as operações de moeda (câmbio), que pode ser mudada a qualquer momento.

A Indonésia, por exemplo, no dia 15 de janeiro de 2001, começou a regulamentar as transações, sendo que antes a moeda era liberalizada.

O grande receio dos investidores não é a posição relativa da moeda no modelo, mas o movimento que o Banco Central local fará se por acaso ocorrer algum cenário de crise financeira.

Os casos que serão vistos adiante mostram que as atuações não são previsíveis nem quantificáveis, mas um contrato bem elaborado e analisado pode fazer com que essa alteração de regra seja mitigada ou até mesmo evitada, ou seja, uma empresa que conhece bem os riscos envolvidos tem melhores condições de enfrentar possíveis situações adversas.

2.2.2.1 Sistemas de câmbio

Segundo Ramos(2000) existem três sistemas de câmbio que são:

Flutuação livre	A moeda flutua livremente no mercado, sem intervenção do governo, mas o Banco Central pode interferir no mercado para diminuir a volatilidade ou manter a paridade num nível desejado.
Flutuação suja	A moeda flutua livremente entre bandas determinadas pelo Banco Central. Ele intervém no mercado quando a moeda excede a banda cambial predeterminada.
Paridade fixa	O Banco Central mantém a moeda a uma paridade única.

Moedas sob câmbio controlado, como a flutuação suja ou a paridade fixa, requerem uma atenção especial, já que uma quebra de paridade ou banda levará a moeda a uma oscilação muito maior do que as moedas não controladas.

2.3 Contratos de derivativos no mercado balcão⁹

Harding (2002) diz que um contrato de ISDA tem sido desenvolvido para cobrir certos tipos de derivativos. Ele foi primeiramente desenvolvido para o mercado financeiro de derivativos de taxa de juros de moeda e tem-se expandido para o mercado global.

Entretanto, a negociação não envolve apenas a assinatura do documento, pois questões jurídicas de países podem levar a resultados desastrosos.

A seguir são detalhadas questões como jogos/apostas, capacidade e autoridade.

Jogos/apostas

A maioria dos sistemas jurídicos considera que todos os contratos de jogo não têm validade jurídica. A questão que normalmente surge é se os contratos de derivativos são contratos de jogo ou aposta.

Em muitas jurisdições, principalmente nos países desenvolvidos, a questão de jogo/aposta é largamente resolvida. Sistemas legais em países menos maduros devem levar em consideração que esses países podem ter uma visão diferente em relação aos contratos de derivativos.

Capacidade

Capacidade é a habilidade jurídica de um indivíduo ou entidade se sujeitar aos aspectos questões legais do contrato. Se uma entidade está agindo fora de seu poder ou autoridade, diz-se que ele está agindo *ultra vires*.

⁹ Todo o item 2.3 tem como fonte Harding (2002).

A capacidade pode ser vista de forma diferente em outras jurisdições, portanto, é importante saber em que jurisdição a outra parte está alocada.

É vital estabelecer que a parte com que se deseja assinar um acordo tenha necessária capacidade jurídica para entrar em tal acordo em qualquer transação abaixo dela. Se tal capacitação não existir, a contraparte está agindo *ultra vires* por entrar nesse tipo de acordo, fazendo com que a transação seja inválida juridicamente.

O resultado desse problema tem sido mostrado por experiências de muitos bancos que celebram transações de *swap* de taxa de juros com autoridades locais no Reino Unido nos anos 80, em que contratos com as autoridades locais foram considerados inválidos, causando um prejuízo de 500 milhões de libras esterlinas para os bancos.

Autoridade

Para assinar um acordo, é muito fácil esquecer o fato de que as pessoas que o assinam representam a contraparte. Checagens devem ser feitas para assegurar-se de que a documentação apropriada é recebida e as assinaturas são autorizadas e válidas.

Um documento em que a assinatura de uma pessoa não represente a contraparte é considerado sem validade jurídica.

2.3.1 Derivativos de moeda

O Non Deliverable Forward (NDF) é um produto de derivativo de moeda para proteção contra o risco de mercado, ou seja, contra a oscilação de taxa de determinada moeda. Ele apresenta como característica principal o fato de a liquidação ser feita por diferença de resultado, ou seja, não há entrega física da moeda em questão.

Além disso, é negociado no mercado balcão (OTC) e os contratos são regidos pelas regras do ISDA. As moedas negociadas são normalmente de países

emergentes e principalmente aquelas que não são totalmente conversíveis no mercado internacional em virtude de legislação interna.

2.3.1.1 Implicações legais

Segundo Mclaughlin (1998), os derivativos são operados em duas formas diferentes de mercado, cada um com sua própria especificação jurídica.

Mercado organizado: são os mercados governados por regulamentações de cada país. As bolsas de futuros, como a CME (Chicago Mercantil Exchange) e a BM&F (Bolsa Mercantil de Futuros), são bons exemplos desse mercado. Entidades que desejam operar nesses mercados devem analisar as seguintes questões:

- restrições que afetam um produto específico;
- necessidade de uma opinião jurídica para estabelecer a aplicabilidade do contrato;
- diferenças, se houver, entre regulamentações sobre derivativos locais (transação de derivativo regulado por autoridade local) e derivativo não-local (sobre produtos regulados por autoridades estrangeiras);
- proibições ou limitações sobre certos tipos de instituições.

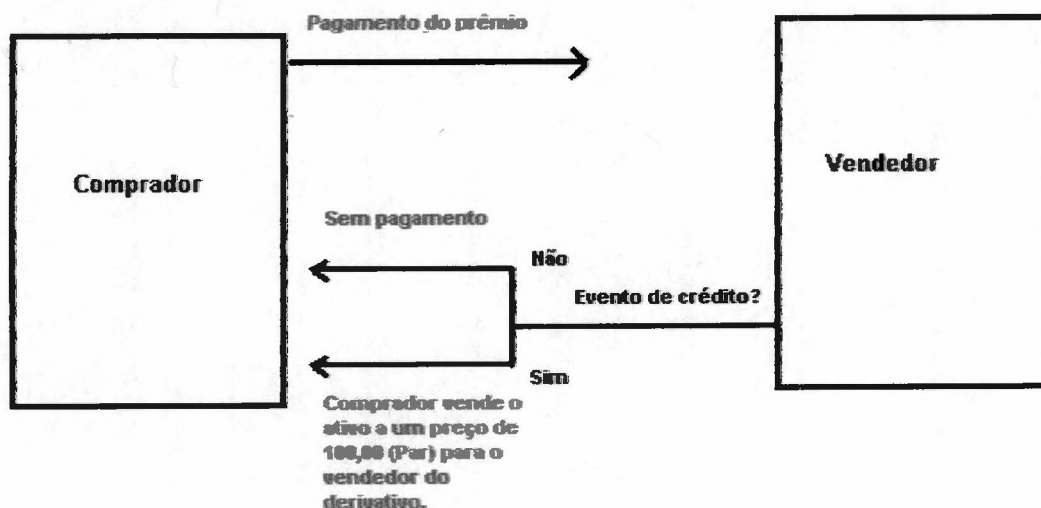
Mercado não-regulamentado: são os mercados balcão (OTC). Eles não são governados por qualquer regulamentação oficial; a negociação ocorre livremente entre as duas partes. Como não há regulamentação oficial, cada contrato é feito de acordo com a necessidade das partes. Portanto, as regras gerais se aplicam às obrigações civil e comercial. Para evitar a incerteza causada por ter diferentes tipos de contratos, a negociação normalmente se dá sobre um contrato padrão (*master agreement*) preparado por associações de profissionais que operam no mercado balcão. Portanto, os contratos padrões estão sujeitos à aplicação das leis nacionais. Por exemplo: um contrato padrão não poderá ser aplicado se no país não existir lei sobre aquele derivativo.

2.3.2 Derivativos de crédito sobre dívida soberana

Um derivativo de crédito é uma forma de transação paga quando há a ocorrência de certos eventos de crédito. É largamente usado, capacitando participantes de mercado tais como bancos a reduzir o risco da contraparte. Um bom exemplo disso é o local em que um banco empresta dinheiro para um cliente sobre termos de um empréstimo bilateral. O banco deve decidir quando quer reduzir a exposição ao empréstimo a uma companhia particular e fará então o derivativo de crédito para ter o dinheiro de volta. Esse método é uma proteção de crédito considerada uma reinvenção dos métodos tradicionais de proteção de crédito.

Entretanto, a partir do advento do derivativo de crédito, questiona-se se esse procedimento é um seguro com outro nome. Se for um seguro, a parte estará cometendo um delito criminal, a menos que esteja autorizada a atuar no mercado de seguros por um regulador.

Figura 8 - Esquema de um típico derivativo de crédito



A figura anterior mostra uma transação típica de derivativo de crédito. O comprador paga um prêmio e, se ocorrer o evento de crédito, terá o direito de vender o ativo ao preço de 100,00 (Par), ou 100% do valor do ativo, garantindo assim o risco de crédito do ativo em questão.

2.3.2.1 Eventos de crédito¹⁰

Os eventos de crédito em um contrato de derivativo de crédito de dívida soberana são:

1) *Falha no pagamento*

- Requisito de pagamento.
- Período de carência.

2) *Aceleração da obrigação*

- Requisito para falência.

3) *Reestruturação*

4) *Repúdio/Moratória*

1) *Falha no pagamento*: ocorre após a expiração de qualquer aplicável no período de carência, num valor não menor que o requisito de pagamento. Ou seja, é a falta de pagamento de um valor inferior ao requisito de pagamento. Por exemplo: USD 1 milhão, se estiver no período de carência, não será considerado um evento de falha no pagamento.

2) *Aceleração na obrigação*: uma ou mais obrigações devidas sobre a ocorrência de uma falência ou outra condição similar. O evento não se dará se o requisito para falência for menor que o negociado no contrato, como, por exemplo, USD 10 milhões.

¹⁰ Fonte: Contrato de derivativo de crédito de dívida soberana de um grande banco americano

3) *Reestruturação*: uma ou mais obrigações, incluídas como resultado de uma troca de obrigação, são acordadas entre a entidade de referência ou uma autoridade governamental e o detentor de tal obrigação que não está de acordo com tal obrigação.

- i. Uma redução na taxa ou montante dos juros a pagar.
- ii. Uma redução no montante do principal ou prêmio pagável no vencimento da obrigação.
- iii. Uma mudança nas datas do pagamento do principal ou juros.
- iv. Uma troca no *ranking* de prioridade de pagamento de qualquer obrigação.
- v. Qualquer troca de moeda ou composição do pagamento dos juros ou principal.

4) *Repúdio/Moratória*: entidade de referência ou autoridade governamental declara falência ou moratória das obrigações num montante superior ao requisito de falência.

2.3.3 Categorias de risco no contrato ISDA

Harding (2002) categoriza os riscos de cada cláusula do contrato padrão da ISDA da seguinte forma:

Risco jurídico

Inconsistência

Contrato único

Representação

Acordos

Eventos de insolvência e rescisão de contrato

Transferência

Moeda contratual

Solução cumulativa

Lei do governo local e jurisdição

Risco de contraparte

Eventos de quebra e rescisão

Gastos

Risco de mercado

Rescisão antecipada automática

Risco de documentação

Acordos

Risco de liquidação

Obrigações

Risco político

Escritórios, filiais externas.

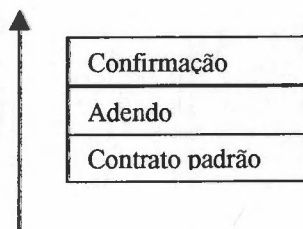
Observação: As definições das cláusulas a seguir também estão de acordo com o autor acima.

2.3.3.1 Inconsistência

Se ocorrer qualquer divergência entre no texto do contrato padrão e o do adendo, o adendo prevalecerá. Se ocorrer um conflito entre a confirmação e o acordo e seu adendo, prevalecerá a confirmação para a transação. Isso dá à confirmação a supremacia em respeito aos acordos individuais, portanto, é de grande importância o cuidado na análise de suas cláusulas, mesmo que o ativo em questão seja o mesmo.

Figura 9 - Grau de supremacia de um contrato

Grau de
Supremacia



No exemplo a seguir, pode-se perceber a importância da análise da confirmação, principalmente num evento de crise, podendo levar contratos teoricamente iguais num cenário sem crise a serem liquidados de forma diferente numa eventual crise financeira.

A análise dos contratos nos mostra as várias possibilidades de se calcular a taxa de referência no caso de um evento em que não há divulgação de uma taxa oficial via entidades como Banco Central. Além disso, não se consegue calcular a taxa via primeira cláusula, que é a taxa média de três bancos.

Exemplo de alguns dos vários tipos de confirmações

Cláusula	Contrato 1	Contrato 2	Contrato 3
Participante	Banco V	Banco V	Banco V
Contraparte	Banco 1	Banco 1	Banco 1
Taxa de referência	Taxa de referência divulgada pelo Banco Central	Taxa de referência divulgada pelo Banco Central	Taxa de referência divulgada pelo Banco Central
Opção de cálculo da taxa de referência caso a entidade oficial não a divulgue	Taxa média de bancos Bancos: Banco A, Banco B e Banco C	Taxa média de bancos Bancos: Banco I, Banco II e Banco III	Taxa média de bancos Bancos: Banco X, Banco Y e Banco Z.
Cláusula se não houver fonte de preço	Aplicável	Aplicável	Aplicável
1a. cláusula	O cálculo da taxa de referência será feito por acordo mútuo	O agente de cálculo determinará a taxa de liquidação	O agente de cálculo determinará a taxa de liquidação
Agente de cálculo	Banco 1 e Banco 2	Banco 1 e Banco 2	Banco 1

Contrato 1: O banco participante e o banco contraparte entrarão em comum acordo para determinar a taxa. O agente de cálculo entrará em cena se não houver uma taxa de consenso.

Contrato 2: O banco participante não terá como influenciar no cálculo da taxa de referência, que será feito pelo banco da contraparte e pelo banco 2.

Contrato 3: O banco contraparte terá total liberdade para escolher qual será a taxa de referência. O banco participante terá que aceitá-la sem discussão.

2.3.3.2 Contrato único.

O conceito de contrato único é de vital importância. Todas as transações e confirmações serão regidas por um único contrato entre as partes. Numa situação de liquidação de todas as operações, os valores de todas as transações serão calculados e liquidados por diferença para produzir um único valor a pagar ou receber. Em uma situação de insolvência, isso evita o liquidante de fazer o chamado *cherry picking* ou escolher somente as operações rentáveis e recusar aquelas que dão prejuízo.

2.3.3.3 Representação

Partes muito ativas e que celebram milhares de negócios em muitos anos devem cuidar das representações com constante monitoramento sobre os negócios para evitar a não-representação. A capacidade da parte e sua autoridade são partes vitais para a eficácia do acordo.

2.3.3.4 Acordos

Os acordos entre as partes estarão ativos ou continuarão existindo enquanto tiverem qualquer obrigação sobre o contrato ou qualquer documento de crédito (Harding 2002).

2.3.3.5 Eventos de quebra (incluindo risco de insolvência)

Os eventos de inadimplência e rescisão são:

- Inadimplência da garantia.
- Não-representatividade.
- Inadimplência sobre uma transação específica.
- *Cross default* – inadimplência em qualquer transação será considerada inadimplência em todas as transações. É necessário que o valor não pago atinja um valor máximo, definido entre as partes, para acionar a cláusula. Esse limite serve para que a cláusula não seja acionada por não pagamento de valores pequenos.
- Falência.
- Fusão sem o conhecimento do mercado.
- Ilegalidade.

2.3.3.6 Cessão

Em princípio o contrato veda a cessão de qualquer direito ou obrigação sem o prévio consentimento por escrito das partes envolvidas no negócio, salvo duas exceções:

- se o propósito da cessão for evitar uma ilegalidade;
- quando a cessão ocorre através de uma fusão ou aquisição envolvendo a transferência de todo ou da maioria dos ativos para uma outra pessoa jurídica.

2.3.3.7 Moeda contratual

A moeda contratual é empregada para proteger uma parte contra perdas decorrentes de variações de taxa de câmbio, em especial são utilizadas moedas de países desenvolvidos.

2.3.3.8 Solução cumulativa

Os direitos e obrigações previstos no contrato são cumulativos e não exclusivos de quaisquer direitos e obrigações estabelecidos pela lei.

A rescisão contratual não é a única possibilidade ofertada à da parte não inadimplente. Há também a opção de desistir do acordo ou buscar a performance específica das obrigações da contraparte, na hipótese de que compensação monetária não ser suficiente, isto é, quando se requer entrega física de ação ou mercadoria.

2.3.3.9 Lei do governo local e jurisdição

O contrato oferece uma escolha entre a lei inglesa e a lei do Estado de Nova Iorque porque ambas são oriundas do sistema jurídico de *common law*.

Como se verá a seguir, conhecer a legislação que rege o ativo em questão (por exemplo: um ativo da dívida soberana) é fundamental no resultado do derivativo.

2.3.3.9.1 Diferença entre a legislação inglesa e nova iorquina para dívida dita “soberana”.

Stoakes (1999) diz em seu artigo que o aumento do risco de uma nova rodada de reestruturação de títulos da dívida soberana tem feito os compradores desses títulos se preocuparem com as cláusulas do contrato. Ele analisa como

seria a reestruturação de acordo com a legislação inglesa e a nova iorquina para a dívida dita "soberana".

Segundo o autor, na década de 30, a comunidade financeira realizou um grande acordo com uma grande quantidade de inadimplência de títulos soberanos em vários países. Hoje, os títulos representam uma parte significativa da dívida externa de muitos países emergentes. O caso do Equador é um possível alerta para se renovar o receio do ocorrido no passado.

A exposição a tal risco tem levado muitos compradores de títulos a desejarem serem tratados como credores seniores (ou privilegiados), ou seja, receber um tratamento preferencial em relação aos outros credores. A razão disso é que esses compradores são investidores que decidem a alocação de capital em cada país sem uma análise de crédito, como fazem os maiores bancos comerciais. O problema desses credores receberem tratamento preferencial é que eles são muitos, de vários tamanhos e com muitos interesses diferentes. Desse modo, o exercício da reestruturação seria difícil de se coordenar.

Legalmente, a idéia de o comprador de título ser um credor sênior (privilegiado), ou seja, receber um tratamento diferenciado, não existe. Todos os credores são tratados *pari passu*, ou seja, igualmente, independente do tamanho do título de suas dívidas.

A questão de como seria uma nova rodada de reestruturação da dívida a ser implementada é feita de idéias acadêmicas.

Um ponto crucial é a utilização da lei inglesa ou de Nova Iorque para um título particular emitido. Isso pode surpreender os compradores de títulos, pois as duas jurisdições levam em conta os bancos e são virtualmente fungíveis para transações de mercado de capitais. No entanto, as emissões de acordo com a lei inglesa tendem a incluir a cláusula *majority action clause*.

Países que emitiram seus títulos sob a lei inglesa recebem o benefício da *majority action clause*, que ordena que, para uma emenda no contrato ser aprovada, é necessária a concordância da maioria dos compradores de títulos. Tipicamente, 75% aprovam o requisito da cláusula, que será então repassada para

todos os outros compradores de títulos, mesmo que os outros 25% não tenham concordado com a nova emenda.

Por outro lado, títulos emitidos sob a lei de Nova Iorque tipicamente requerem que cada comprador de título dê o consentimento para uma emenda nos termos de pagamento. É praticamente impossível que todos os detentores do título aceitem, por exemplo, uma redução dos pagamentos.

A única forma prática de reestruturação nesse caso seria uma oferta de troca em que todos os detentores do título fossem convidados a trocar para um novo título mais condizente com as condições de pagamento do país emissor naquele momento. Assim, o que normalmente ocorre é uma troca de dívida de curto prazo para uma de longo prazo.

O problema com os títulos da lei de Nova Iorque é que inevitavelmente haverá um resíduo de títulos dos não participantes da troca que poderá forçar a aceleração dos pagamentos devidos. Isso acontecerá se o título antigo não for pago no prazo ou se o país ceder à pressão de não honrar os compromissos devido a uma grande fuga de capital. Dessa maneira, pagar o título antigo para esses poucos detentores do título poderá prejudicar todos os outros grandes detentores que tinham o título antigo e que agora têm um novo. Esse é um dilema nas propostas das cortes internacionais de falência. O Fundo Monetário Internacional (FMI) administrou adiamentos de execução sobre ações judiciais contra países devedores para tentar neutralizar os efeitos dos não participantes da troca.

Países emissores da dívida que não são cobertos por códigos domésticos de falência, conseqüentemente, eles não se beneficiam das proteções de empresas devedoras contra litígio hostil, por exemplo. A ausência de *majority action clause* falha na habilidade jurídica de forçar uma pequena minoria dissidente a entrar no programa de reestruturação.

Sem proteção, países emissores de dívida são facilmente alvos de credores dissidentes que comprem a dívida no mercado secundário com preço baixo, com desconto devido à falência do país devedor ou declaração de moratória, e querem ser pagos pelo valor integral.

2.3.4 Risco político

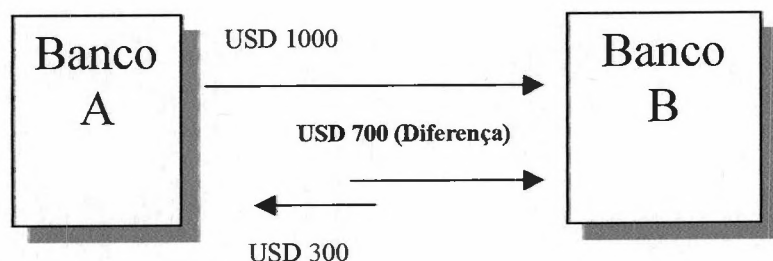
Voltando ao autor Hading(2002), ele considera que o risco político em uma transação é a não possibilidade de pagamento de recursos para a contraparte, não por falta de crédito, mas pelo fato de o governo local mudar a legislação para impedir a transferência de recursos. Por exemplo: uma centralização de câmbio aliado à não-existência de lei de *netting* pode levar a contraparte a ter grandes prejuízos. Dificultando a transferência de recursos para a contraparte possibilitando que a parte escolhesse liquidar somente as operações favoráveis e não pagar aquelas que dessem prejuízo.

Uma forma de minimizar o risco político é fazer operações com filiais numa jurisdição favorável à lei de *netting* que tenham caixa disponível suficiente para honrar os compromissos das transações na moeda contratual.

Uma transação celebrada em uma filial é equivalente à matriz, o que representa um pagamento implícito ou pelo menos uma garantia. No caso da impossibilidade de pagamento da matriz, a filial deve honrar as transações, logicamente se esta filial estiver descrita no adendo do contrato da ISDA.

2.3.5 Netting (liquidação por diferença)

Figura 10 - Netting (liquidação por diferença)



Pagamentos podem ser feitos por diferença líquida se estiverem na mesma moeda, no mesmo tipo de transação e no mesmo dia, como se pode observar na figura anterior. O Banco A deve pagar USD 1.000 para o Banco B, que deve pagar USD 300. Ao invés de serem feitas as transações no valor integral,

faz-se a liquidação por diferença, ou seja, o Banco A paga USD 700 para o Banco B, realizando somente uma transação financeira, diminuindo assim o risco sistêmico e o risco de crédito de várias transações financeiras pelo fato de que é menor o montante de dinheiro a ser repassado.

Um dos principais objetivos do contrato padrão da ISDA é reduzir o risco pela utilização da cláusula de *netting*. Isso significa que, se houver rescisão antecipada de todas as transações sobre o acordo, a soma dessas transações será agrupada para produzir um valor líquido a pagar de uma parte para outra. Os benefícios do *netting* para a redução de risco são:

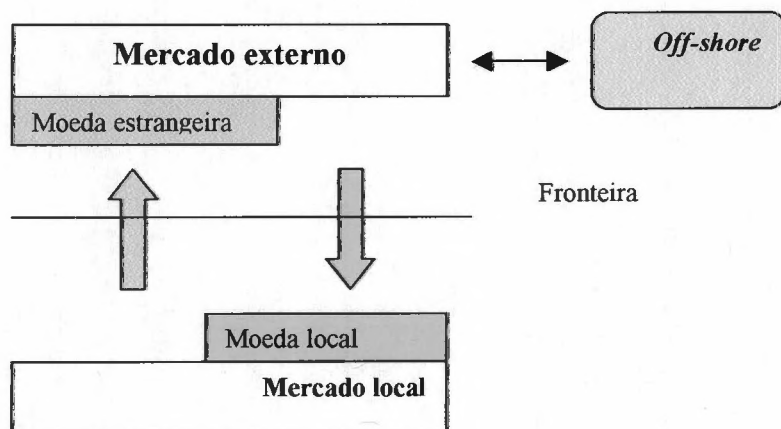
- capacitar a parte a fazer mais negócios em relação ao tamanho de seu capital;
- diminuir o custo sobre cada transação, já que a alocação de capital é menor, pois as transações alocadas serão liquidadas por diferença.

O acordo é considerado mais efetivo no contexto de insolvência pelo fato de que as cortes e os liquidantes devem ter poderes de anular as provisões contratuais. A preocupação é a de que o liquidante poderia escolher as transações ou *cherry picking*, isto é, aceitar os contratos que são favoráveis para a parte insolvente e rejeitar os que não são. A contraparte que não faliu poderia se encontrar em uma posição desconfortável mesmo que a soma de todas as transações com a contraparte em falência fosse lucrativa.

Diminuindo assim o risco de a contraparte escolher as transações num evento de insolvência. O problema é que, em certos países, o acordo de *netting* não é reconhecida. Portanto, é muito importante o exame da legislação local de insolvência.

2.3.6 Risco de fronteira (*cross-border*)

Figura 11 - Modelo de *cross-border* para operações de moeda



O risco de fronteira ou *cross-border* existe quando um fluxo de fundos deve atravessar um controle de câmbio de fronteira, ou seja, surge o risco quando não se consegue pagar por ações de um governo local. Ele pode ser de duas maneiras:

- *Risco de transferência* – existe em qualquer transação em que o devedor não consegue transferir fundos para a conta devida.
- *Risco de convertibilidade* – o devedor de recursos não consegue converter a moeda local em moeda estrangeira.

Os países em que o risco de *cross-border* é considerado alto são principalmente aqueles em que o câmbio é ou pode ser controlado. Para diminuí-lo, os bancos estrangeiros, como JP Morgan, Citibank e Merrill Lynch, não fazem operações de derivativos que envolvam mercado local com mercado externo, mas não vêem restrições em negociar essas mesmas transações com as filiais externas (*off-shore*) dos bancos locais, desde que elas possuam limite de crédito para operar.

2.3.7 Evento de força maior e de ilegalidade

Na ocorrência de um evento de ilegalidade ou de força maior, a falha no pagamento ou entrega no prazo do período de espera não será considerado uma inadimplência.

Ilegalidade

Eventos fora do controle das partes resultante de medidas governamentais ou mudanças na legislação. A imposição de controle de câmbio pelo governo poderia ser um exemplo.

A rescisão antecipada é a melhor solução, pois, historicamente, a parte afetada terá dificuldade de transferir os recursos devidos. A rescisão se dará pelos preços médios do mercado.

O período de carência proposto antes do início de uma rescisão de contrato é de três dias úteis locais. Durante esse período, todos os pagamentos e obrigações de entrega sobre o contrato serão suspensos. Isso também se aplica ao evento de força maior.

Força maior

Entram nessa classificação todos os eventos fora do controle das partes (atos do Estado, guerras, desastres naturais etc.). Um evento pode ser acionado se ele faz com que o contrato seja impraticável ou impossível de ser liquidado.

Não há necessidade de a parte não afetada fazer o pagamento para a parte afetada, pois isso não será considerado falha de pagamento ou entrega.

Ambas as partes devem notificar o evento de força maior.

Parte II: Referencial Prático: Estudo de casos

3.1 Derivativos de moeda

3.1.1 Caso da Rússia

No dia 17 de agosto de 1998, o governo da Rússia anunciou um plano para converter as obrigações da dívida do governo conhecidas como GKO e OFZ em uma nova dívida governamental e ceder 90 dias de moratória sobre pagamentos de residentes para pagamentos de contratos futuros de moeda feitos com contrapartes não-residentes. A moratória foi interpretada pelos participantes do mercado para incluir quaisquer pagamentos por residentes (em moeda estrangeira ou rublos, por entrega de títulos ou qualquer outro) para exercer a entrega, pagamentos de contrato de NDF, futuros e opções.

Como consequência, o governo da Rússia decretou que a negociação deveria seguir o sistema oficial, em que todas as transações eram feitas no Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX), e o cálculo da taxa de referência da moeda rublo contra a moeda americana deveria ser descontinuada.

Historicamente, o MICEX determinava a taxa toda manhã por um processo de média feita entre compra e venda. A taxa de referência era então publicada como “Preço final de liquidação” na página do sistema de informação Reuters, na página MICEXFRX, como o padrão da taxa RUB/USD para liquidação dos NDFs.

Em 26 de agosto, a tela da Reuters não fora ainda atualizada e a taxa publicada era do último dia de atualização, ou seja, antes do dia 17 de agosto. Nos dias 3 e 4 de setembro, o MICEX publicou a taxa de referência na página Reuters MMVB baseada na negociação em um outro sistema de negociação chamado SELT. Entretanto, a publicação dessa taxa foi abandonada depois de 4 de setembro. No dia 15 de setembro, o Banco Central da Rússia declarou que a taxa de referência sobre as transações poderia ser do SELT para a liquidação de todas as transações de moeda.

Em resposta à falha de atualização do sistema MICEX na página da Reuters MICEXFRX, o mercado elaborou uma alternativa para a fonte da taxa de referência para a liquidação das operações. Em 31 de agosto, a bolsa de futuros Chicago Mercantile Exchange (CME) e a associação Emerging Market Traders Association (EMTA) começaram a publicar a taxa de referência na página da Reuters EMTA chamada taxa de referência CME/EMTA. Essa taxa de referência foi calculada por meio de uma pesquisa aleatória diária entre oito participantes do mercado (subsidiárias de bancos internacionais com licença para operar em Moscou e em grandes bancos locais) de uma lista de doze. Muitos contratos de NDFs estipularam que a taxa CME/EMTA era uma referência de preço alternativa na ausência da taxa MICEXFRX.

Participantes do mercado mostraram preocupação com o método de cálculo da taxa de referência, pois, no dia 15 de setembro, após o cálculo da taxa, que foi de 7,00 RUB/USD às onze horas, a taxa subiu 40%, chegando a ser negociada a 12,00 RUB/USD. Em função da distorção ocorrida no dia 15 de setembro, a metodologia de cálculo foi revista para ser a média derivada de dois conjuntos separados de participantes de mercado pegos de forma aleatória em tempos selecionados durante a tarde de cada dia de negociação.

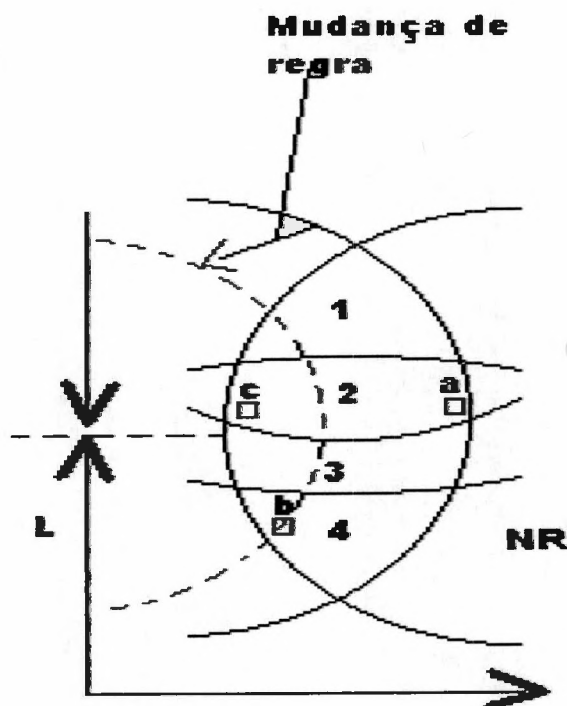
Os acontecimentos descritos acima constituíram muitos eventos de interrupção definidos pelo ISDA como:

- interrupção de fonte de preço – impossibilidade de se obter a taxa de referência para a liquidação das transações;
- interrupção por falta de liquidez – impossibilidade de se obter a taxa por causa de a liquidez não atingir o valor mínimo para o cálculo. Normalmente o montante mínimo para o cálculo da taxa é de USD 2 milhões;
- interrupção de dados para cálculo de preço – quando devida à política ou a eventos de mercado, a taxa de referência de liquidação não reflete a taxa de mercado;
- evento específico de interrupção de transferência de recursos – impossibilidade de transferir os recursos devidos por mudança de regra;

- inadimplência do governo – ocorre quando a autoridade governamental fica inadimplente a qualquer ativo ou garantias.

Análise do caso

Figura 12 - Mudança de regra



Antes da crise da Rússia, todas as transações de câmbio eram livres, mas tinham que passar pelo sistema MICEX. Todos os contratos de derivativos indexados na moeda local (rublo), utilizavam como base a cotação média divulgada pelo sistema MICEX.

Em 1998, com a crise de fuga em massa de divisas, o Banco Central da Rússia foi forçado a intervir no mercado de câmbio, não deixando o mercado fazer negociações de câmbio. Algumas delas foram até mesmo canceladas. Por quase uma semana, não existiu mais câmbio e, conseqüentemente, a cotação média não foi divulgada pelo MICEX.

As empresas estrangeiras que fizeram *hedge* com o mercado local. Por exemplo, um banco americano com um banco russo. Alguns tiveram prejuízos enormes, pois alguns dos contratos não foram liquidados, primeiro porque foi mudada a regulamentação, como pode ser observado na figura anterior; segundo, porque algumas entidades alegaram evento de força maior para não pagar a dívida.

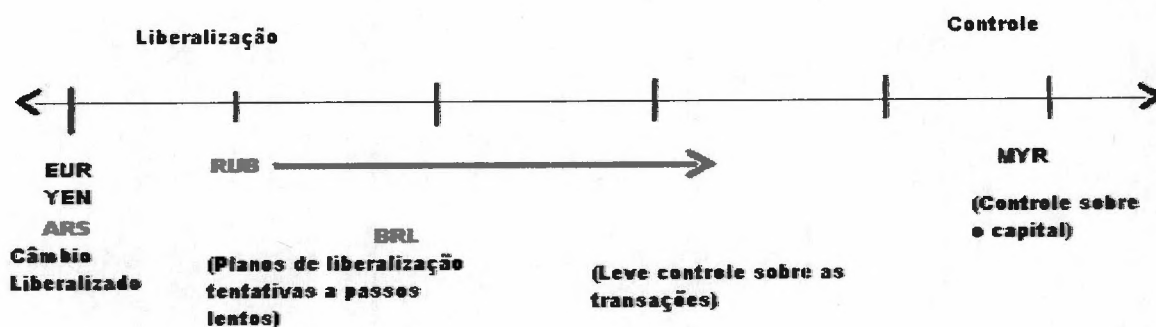
Pelo modelo de Miller, o que aconteceu foi o deslocamento do círculo L, ou seja, houve uma mudança de regras. Operações que antes eram de baixo risco econômico e jurídico repentinamente apresentaram baixo risco econômico e alto risco jurídico.

Como mostrado anteriormente, o risco jurídico fez com que muitas transações se tornassem simplesmente não-válidas, ou seja, apesar de a empresa estar teoricamente protegida por ter feito um *hedge* na Rússia, este não foi liquidado por uma mudança na legislação. O ponto *b* é o melhor ponto como exemplo do caso descrito anteriormente.

No Modelo de Patterson, o que aconteceu foi um deslocamento da regulamentação para a direita, ou seja, o Banco Central russo mudou a regra para um controle maior sobre o fluxo de capitais.

Muitos bancos, apesar de terem os dólares para pagar no exterior, não conseguiram transferir as divisas, um exemplo bem nítido de *cross-border*.

Figura 13 - Modelo de Patterson para o rublo



O que aconteceu com os contratos relativos à moeda da Rússia depois da crise da Rússia foi:

- *Forward* local (jurisdição local): não foram liquidados.
- Contratos em que um banco na Rússia compra um NDF de outro banco na Rússia. A legislação russa não contemplava derivativos. Depois da crise, muitas cortes questionaram a validade dos contratos de NDF (considerados não-válidos por serem contratos de "aposta"). As questões legais usadas pelos bancos foram uma desculpa para evitar o pagamento. Como a maioria dos bancos estava em situação de falência, as obrigações não seriam pagas de qualquer jeito. Apesar de alguns contratos de NDF terem sido julgados como legítimos, eles não foram pagos em decorrência da insolvência dos bancos locais.
- NDF de bancos estrangeiros com bancos locais russos (jurisdição local e estrangeira): não foram liquidados.
- As regulamentações implementadas depois de 17 de agosto de 1998 proibiram a liquidação desses contratos.
- NDF entre contrapartes estrangeiras (legislação estrangeira): foram liquidados normalmente. O EMTA entrou como um arbitrador do cálculo da média do câmbio.

3.1.2 Caso da Argentina

As empresas estão mais conscientes de que o risco jurídico existe, tanto que algumas preferem fazer as operações de derivativos no mercado externo (NDF).

A diferença de preço entre o *hedge* no mercado local e no externo, na Argentina antes da crise, mostra a preocupação do risco jurídico dos derivativos. Teoricamente, essa diferença não deveria existir, já que, em termos de resultado financeiro do derivativo ou do risco de mercado, o produto é o mesmo, pois ambos são calculados da mesma forma. Um exemplo disso é dado no dia 13 de julho de 2001.

Para operação de futuro da moeda peso argentino:

Taxa *spot*: 1,000

Prazo: 1 mês

Forward local: 1,0800

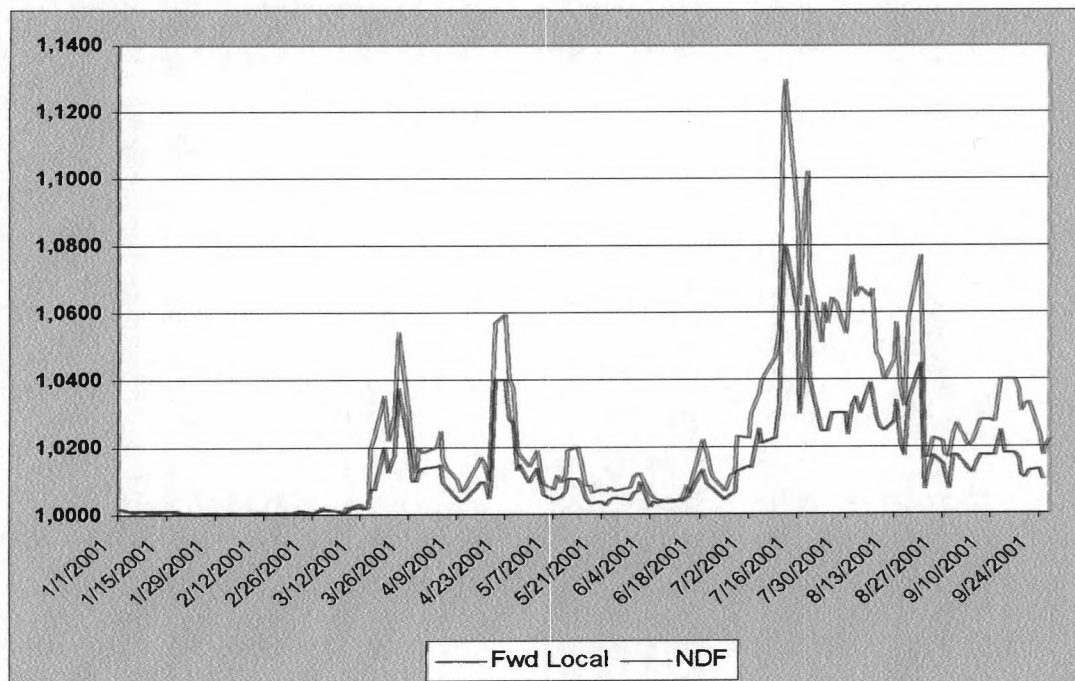
NDF: 1,1295

Diferença de preço em percentual ao ano:

$$(1,1295/1,0800 - 1) * 360 / 30 = 55\%.$$

Os números mostram que, vendendo o NDF a 1,1295 e comprando o *Forward* a 1,0800, se o Banco Central da Argentina não mudar as regras, a operação daria um resultado de 55% ao ano. Supondo que a operação fosse feita com a mesma entidade, como, por exemplo, o Citibank na Argentina para o *Forward*, e o Citibank de Nova York para o NDF, ou seja, o risco de mercado e de crédito praticamente não existiriam. A grande diferença de preço mostra a preocupação dos investidores quanto ao problema do risco jurídico.

Figura 14 - NDF x *Forward* local (1 mês) – diferença de preços



Observação: até o dia 30 de novembro de 2001, a paridade da moeda continua em 1:1.

No dia 1º de dezembro de 2001, o governo argentino estabeleceu restrições severas sobre os depósitos de bancos, o que resultou em congelamento posteriormente. Desde a renúncia do presidente De la Rúa, no final de dezembro, subseqüentes presidentes têm declarado inadimplência e a quebra da lei de convertibilidade (paridade 1 dólar = 1 peso argentino) junto ao congresso, um modelo que vinha desde 1991.

Um sistema de câmbio duplo foi adotado em janeiro de 2002, um câmbio fixado a 1,40 pesos por dólar para operações de importação e exportação e outro flutuante para as demais operações. No entanto, os sistemas foram unificados para um flutuante em 11 de fevereiro de 2002.

A moeda tem-se depreciado substancialmente e o mercado local tem enfrentado o controle de capital e a inadimplência da dívida interna e externa. As

instituições domésticas financeiras estão sujeitas a restrições em suas posições de moeda e negociação. As mudanças em regras e regulamentações têm sido altamente freqüentes desde o início do ano.

Liquidação dos contratos de derivativos

Figura 15 - Feriados na Argentina

Feriados fora do calendário

Feriados							Feriados fora do calendário	
Dezembro							Feriado cambial e bancário (1)	
Seg	Ter	Qua	Qui	Sex	Sab	Dom	Período 24/dez/01 a 10/jan/02	
			20	21	22	23	Liquidação dos contratos	
24	25	26	27	28	29	30	NDF	
31							> Todos os contratos foram liquidados pela taxa EMTA	
Janeiro							> Liquidação pela taxa EMTA - taxa abaixo da média do mercado	
Seg	Ter	Qua	Qui	Sex	Sab	Dom	Forward Local	
	1	2	3	4	5	6	> Não foi liquidado, as operações em aberto ficaram pendentes	
7	8	9	10	11	12	13	Merval	
14	15						> Todos os contratos em aberto liquidados normalmente	
Fevereiro							Feriado cambial e bancário (2)	
Seg	Ter	Qua	Qui	Sex	Sab	Dom	Período 04/fev/02 a 08/fev/02	
				1	2	3	Liquidação dos contratos	
4	5	6	7	8	9	10	NDF	
11	12						> Todos os contratos foram liquidados pela taxa EMTA	
							> Liquidação pela taxa EMTA - taxa próxima à do mercado	
							Forward Local	
							> Operações ainda pendentes de liquidação	
							Merval	
							> Todos os contratos em aberto liquidados normalmente	
							Forward Local	
							> 18/03/02 Operações pendentes liquidadas pela taxa EMTA	
							Forward Local	
							> 21/04/02 Operações ainda pendentes liquidadas à taxa de 1,00	

* Fonte: Ministério da Economia da Argentina

Forward local: não foi liquidado do dia 24 de dezembro de 2001 até 18 de março de 2002. A taxa de referência desses contratos foi a taxa divulgada pelo

EMTA, e os que não foram liquidados até o dia 21 de abril de 2002 tiveram que ser liquidados à taxa de 1,00.

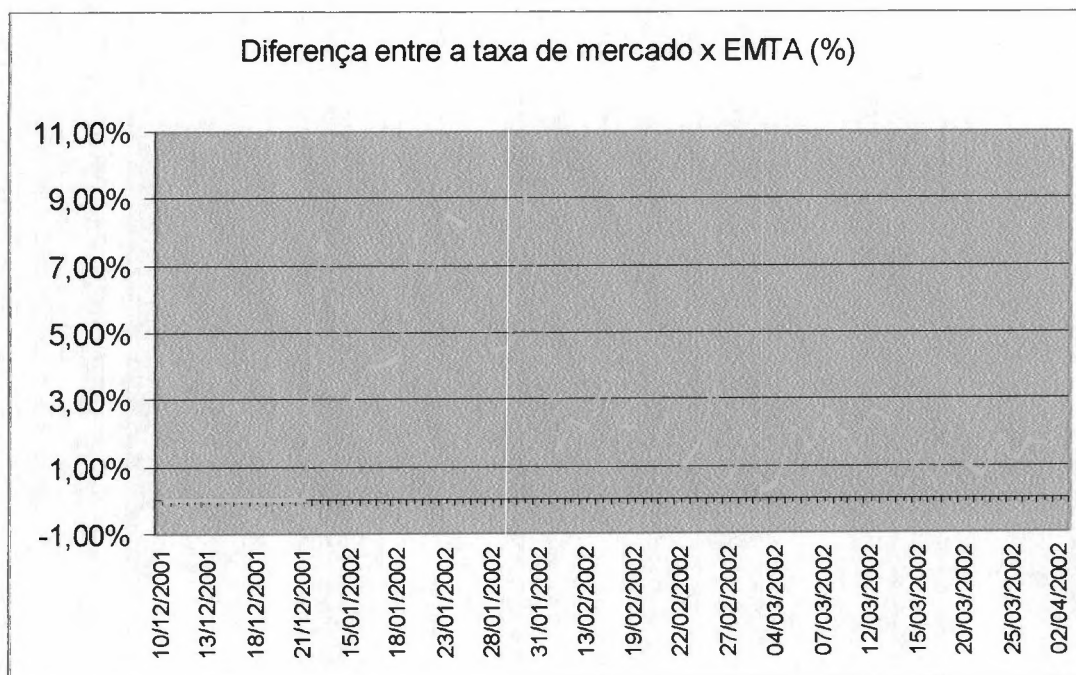
O mercado deixou de operar esse instrumento por falta de crédito entre as partes e por faltar uma situação mais clara das regras.

NDF: liquidado normalmente. As taxas iniciais divulgadas pelo EMTA suscitaram discussões sobre qual seria a taxa de referência de mercado. Poderia ser usada a taxa de comércio exterior fixada a 1,40 pesos por dólar ou a taxa fluante negociada no mercado livre. Como somente bancos associados ao EMTA é que têm o direito de voto, ocorreu conflito de interesse na formação da taxa. No caso, são 14, que determinaram a taxa de liquidação dos derivativos de um montante de bilhões de dólares, derivativos esses que não foram feitos somente entre esses 14 bancos, mas entre vários participantes do mercado, como outros bancos, empresas e fundos.

No início do ano, o mercado de câmbio estava muito pouco líquido, as negociações não passavam de USD 1.000.000,00, mas os bancos teriam que dar cotação para USD 2.000.000,00 sem a responsabilidade de fechar negócio nessas taxas. Cada banco votava na cotação segundo sua posição de NDF que venceria naquele dia. Se o banco estivesse comprando em dólar, ele tendia a votar numa cotação alta; se estivesse vendendo, votaria numa cotação baixa.

Como a maioria dos bancos estava em posição vendida nesse instrumento, já que vendiam esse produto para as empresas que precisavam fazer *hedge*, como pode ser visto no gráfico a seguir, a média do EMTA chegou a ser 9,00% abaixo da cotação de mercado. Isso significa que a empresa que fez a proteção ou *hedge* teoricamente perdeu 9%.

Figura 16 – Diferença entre a taxa de mercado X EMTA (%)



As novas moedas

Depois do plano, foram criadas novas moedas na Argentina. Antes, era possível ser titular de dois tipos de conta corrente bancária na Argentina, em peso ou em dólar. Em decorrência do plano, as contas foram pesificadas, mesmo aquelas que na teoria eram em dólar. As contas em dólares em bancos externos não foram afetadas pelas mudanças legislativas, como mostra a figura seguinte.

Figura 17 - Mudanças ocorridas na moeda e na conta corrente

<div>Antes do plano</div> <div>1 dólar americano = 1 peso argentino</div> <div>Moeda totalmente conversível</div>	→	<table><tr><th colspan="2">Depois do plano</th></tr><tr><td>Dólares em banco local</td><td>Entrou no <i>corralito</i>, foi pesificado a uma cotação de 1,40 pesos por dólar</td></tr><tr><td>Dólares em banco externo</td><td>Não teve interferência no dinheiro</td></tr><tr><th colspan="2">Moedas em circulação</th></tr><tr><td>Dólar argentino</td><td>Sem poder de negociação, preso no <i>corralito</i></td></tr><tr><td>Dólar bilhete</td><td>Papel-moeda vendido na casa de câmbio Cotação livre</td></tr><tr><td>Dólar divisa</td><td>Dólar americano em conta corrente no exterior</td></tr></table>	Depois do plano		Dólares em banco local	Entrou no <i>corralito</i> , foi pesificado a uma cotação de 1,40 pesos por dólar	Dólares em banco externo	Não teve interferência no dinheiro	Moedas em circulação		Dólar argentino	Sem poder de negociação, preso no <i>corralito</i>	Dólar bilhete	Papel-moeda vendido na casa de câmbio Cotação livre	Dólar divisa	Dólar americano em conta corrente no exterior
Depois do plano																
Dólares em banco local	Entrou no <i>corralito</i> , foi pesificado a uma cotação de 1,40 pesos por dólar															
Dólares em banco externo	Não teve interferência no dinheiro															
Moedas em circulação																
Dólar argentino	Sem poder de negociação, preso no <i>corralito</i>															
Dólar bilhete	Papel-moeda vendido na casa de câmbio Cotação livre															
Dólar divisa	Dólar americano em conta corrente no exterior															

* Fonte: Ministério da Economia da Argentina

Análise do caso

Netting:

A Argentina tem uma legislação mais detalhada sobre o *netting*.

Segundo um banco local, com a demora na definição quanto à liquidação dos *forwards* locais, algumas operações ficaram pendentes de liquidação. Segundo as cláusulas desses contratos, elas deveriam ser liquidadas pela taxa média de mercado, assim como estava sendo feito com os NDFs.

Dessas operações que ficaram pendentes, se o suposto banco credor não recebesse, ele poderia usar a regra para também deixar de pagar qualquer passivo que por acaso a contraparte tivesse. Por exemplo:

Dia 02 de janeiro de 2002

Vencimento *forward* local com o Banco A e a estimativa de pagamento calculada pela taxa média de mercado é de ARS 1.000.000,00.

Dia 15 de janeiro de 2002

Vencimento de uma dívida com o Banco A em ARS 2.000.000,00.

Resultado final

Banco B utiliza a regra do *netting* e paga ao Banco A somente o valor de ARS 1.000.000,00.

Risco de fronteira (*cross-border*)

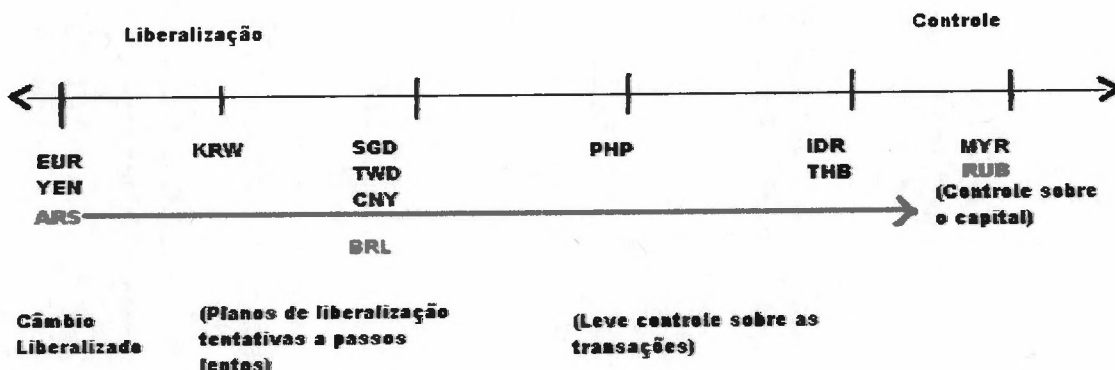
Ocorreram dois eventos que caracterizam o evento de *cross-border*.

- **Transferência:** com o congelamento dos depósitos bancários (*corralito*), as empresas não conseguiram transferir os recursos de uma conta para outra.
- **Convertibilidade:** as operações no mercado de câmbio começaram a serem controladas e a conversão de pesos em dólares deixou de ser livre. O volume negociado diminuiu para operações de no máximo USD 1 milhão.

Nota importante: os bancos que tinham dinheiro em dólares no mercado externo não tiveram problemas em liquidar as operações e esses recursos não foram influenciados pelas mudanças legais no mercado argentino.

Modelo de Patterson: caso da Argentina

Figura 18 - Modelo de Patterson - caso da Argentina

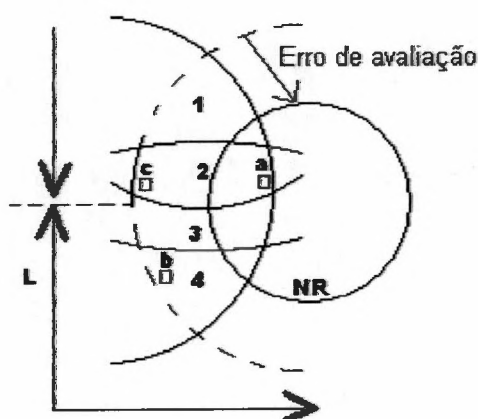


Na figura anterior, pode-se perceber que a moeda era totalmente conversível, passando para a centralização de todas as operações de câmbio, ou seja, todas as transações deveriam passar pelo Banco Central da Argentina, que

enfrentou dificuldades para administrar o controle das operações, pois a mudança foi brusca e não existia um sistema de controle de câmbio como o Sistema do Banco Central (SISBACEN) no Brasil e o MICEX na Rússia.

Modelo de Miller: caso da Argentina

Figura 19 - Modelo de Miller - caso da Argentina



O mercado de NDF já estava esperando eventuais problemas jurídicos e econômicos nos contratos, tanto que a diferença de preço chegou a ser de 55% ao ano, maior no NDF em relação ao *forward* local.

As operações fechadas se encontravam antes da crise na posição c, ou seja, de alto risco econômico e jurídico. A diferença de preço era um prêmio por um eventual problema.

Depois da crise, algumas operações acabaram ficando fora do círculo de negócios rentáveis, ou seja, ocorreu um erro de avaliação e deram prejuízo, principalmente para as operações de *forward* locais que venceram com taxa de referência a 1,00.

3.1.3 Caso do Brasil

O Brasil não tem legislação específica sobre *netting* (ver anexos 7.1 e 7.2), apesar dos recentes progressos, segundo comentários feitos por representantes da entidade ISDA, que faz com que bancos estrangeiros tenham exposições de crédito muitos menores.

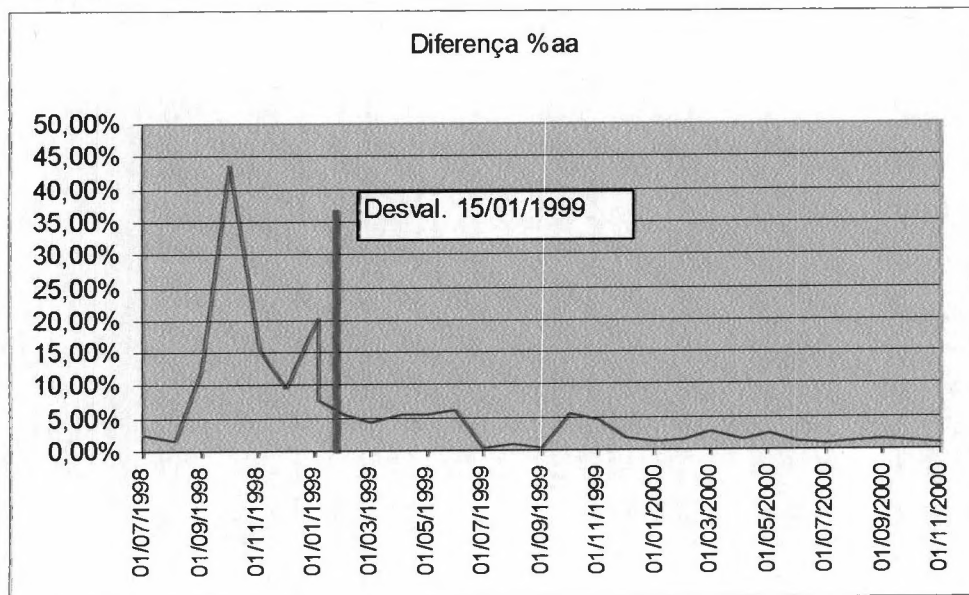
Segundo um banco americano, o grande risco é o banco ter de pagar os passivos e não conseguir receber os ativos. Mesmo a transação sendo feita com a mesma entidade, como visto anteriormente, a transação poderá não ser liquidada por diferença e a contraparte escolherá aquelas que dão resultado positivo, obviamente, e as transações com resultado negativo ficariam inadimplentes, pela não existência de uma legislação específica de *netting*.

Em 15 de janeiro de 1.999, a moeda brasileira sofreu uma maxidesvalorização. O sistema de câmbio mudou de banda (sujo) para o livre, mas a moeda ainda não é livremente conversível, necessitando do controle do Banco Central do Brasil (BACEN) para as operações de câmbio. Isso faz com que o mercado veja o risco de *cross-border* ao se negociar localmente, ou seja, o mercado acredita que pode haver o risco de o pagador não conseguir enviar o recurso por algum tipo de bloqueio jurídico ou imposição do governo local.

Note-se que esse risco é melhor observado nas operações de derivativos de moeda, os *forwards* locais e os NDF (*non-deliverable forwards*). Assim, se não houver nenhum evento de *cross-border*, o resultado de ambas as operações será o mesmo, não importando assim onde é feita a operação de *hedge* ou proteção. O problema é que existe o risco do *cross-border* nessas operações, portanto, é mais barato fazer a proteção no mercado interno do que no externo, e as operações no mercado local são regidas por jurisdição local. Normalmente são feitas as operações denominadas NDF, que são contratos internacionais que replicam uma operação local, mas com risco jurídico de acordo legislação normalmente americana ou inglesa.

Essa diferença de preços entre os dois mercados é mostrada na figura a seguir.

Figura 20 - Diferença percentual entre o preço do futuro local x NDF



A diferença de preços entre o mercado local e o externo chegou a ser de 42% ao ano, ou seja, se nada acontecesse, uma empresa poderia arbitrar essa diferença comprando *forward* local e vendendo o NDF, ganhando assim 42% ao ano sem risco de mercado.

Com um lucro evidentemente alto, o problema, é claro, seria o risco de acontecer o evento de *cross-border*, como no caso da Rússia, em que, apesar do *forward* local ter dado um resultado positivo, as empresas não conseguiram enviar dólares para o mercado externo para pagar os ajustes negativos do NDF.

No Brasil o evento de *cross-border* não aconteceu, entretanto, continua o prêmio entre o mercado local e o externo devido ainda ao controle que o BACEN tem sobre as operações de câmbio. Essa diferença de preço tenderá a diminuir se o câmbio tender a ser liberalizado.

Em países de câmbio livre e totalmente conversível, esse prêmio não existe, como pode ser visto nos países ditos de desenvolvidos, como o Japão, e na Europa. Isso acontece também no México, apesar de ele ainda ser considerado um país emergente.

3.1.3.1 Falência e concordata no Brasil

A lei brasileira em vigor que rege as falências e concordatas é muito antiga (1945). Embora tenha sofrido algumas alterações em 1966, 1984 e 1990, ela prevê várias formas de pagamento na concordata, inclusive de 50% se for à vista, o que, em geral, não é utilizado. A proposta é habitualmente para pagamento em dois anos, sendo 40% no primeiro e 60% no segundo, acrescido de juros de até 12% ao ano e correção monetária – lei nº 8.131, de 24/12/90.

A concordata é um favor jurídico destinado a empresas que exerçam atividades comerciais ou industriais, que poderão pagar suas dívidas em determinadas condições e prosseguir suas atividades mercantis. A concordata existe para socorrer a empresa de boa-fé que tenha situação econômica que atenda a exigência da lei, mas que esteja enfrentando crise de liquidez.

A concordata não atinge a todos os credores indiscriminadamente. Ao contrário, aos seus efeitos estão sujeitos apenas os credores sem privilégios ou garantias, ou seja, os denominados “credores quirografários”, em geral fornecedores ou bancos em empréstimos de curto prazo.

Esses credores são aqueles que possuem um título de crédito – nota promissória, duplicata –, ou seja, os quirógrafos. São credores considerados privilegiados, essencialmente, os trabalhistas e fiscais, havendo alguns outros assim classificados em leis especiais. Considerando-se garantidos aqueles para os quais a própria empresa devedora constituiu garantias, sejam hipotecas de imóveis, alienação fiduciária, penhor de máquinas ou mercadorias, desconto ou caução de duplicata e outras. Para esse efeito não são consideradas as garantias instituídas por terceiros, tais como avais, fianças ou hipotecas constituídas por outras empresas coligadas ou pelos diretores como pessoas físicas.

Fuhrer (2002) diz que numa falência os contratos bilaterais não se resolvem e podem ser executados pelo síndico, se achar conveniente para a massa.

A falência caracteriza-se pela impontualidade ou pela prática, por parte do devedor, podendo ser requerida pelo credor¹¹, pelo próprio devedor (autofalência), pelo sócio ou acionista, ou pelo cônjuge sobrevivente, pelos herdeiros do devedor ou pelo inventariante.

A ordem das preferências de pagamento para os credores é:

1. Créditos trabalhistas
2. Créditos fiscais e parafiscais.
3. Encargos da massa.
4. Dívidas da massa.
5. Créditos com direito real de garantia.
6. Créditos com privilégio especial (Exemplo: crédito do senhorio sobre o mobiliário do prédio alugado ao falido).
7. Créditos com privilégio geral (Exemplo: debêntures)
8. Créditos quirografários (Exemplo: duplicatas, notas promissórias, letras de câmbio, cheques, etc.)

3.1.3.2 Jogo/Aposta no Brasil

No novo código civil, o artigo 814 diz que as dívidas de jogo ou de aposta não obrigam a pagamento, e o artigo 816 (ver item 7.3) que os contratos exequíveis são os de 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.

O problema da legislação brasileira é que não contempla as outras operações de derivativos, muitos menos naquelas celebradas no mercado balcão que se por algum motivo serem consideradas como jogo ou aposta, o pagamento da dívida não é obrigatório.

Como observação, na antiga legislação, segundo Alves (2003), o artigo 1.479 diz que são equiparados ao jogo, submetendo-se, como tais, ao disposto nos artigos antecedentes, os contratos sobre título de bolsa, mercadorias ou valo-

¹¹ Credor comerciante ou não, não domiciliado no Brasil, com garantia real e privilegiado.

res, em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem, no vencimento do ajuste. Assim como no artigo 814 do novo código, o artigo 1.477 do antigo diz que as dívidas de jogo, ou aposta, não obrigam o pagamento.

3.2 Caso de derivativo de crédito de dívida dita “soberana”.

3.2.1 Caso do Equador

No dia 15 de setembro de 2000, os credores do Clube de Paris concluíram um acordo com o governo da República do Equador.

Após reverem o programa de governo do país junto ao FMI. A reestruturação foi conduzida sobre *Houston terms*, devido a situação econômica do país se enquadrar de acordo com termos previamente definidos pelo Clube de Paris (ver item 1.1.4).

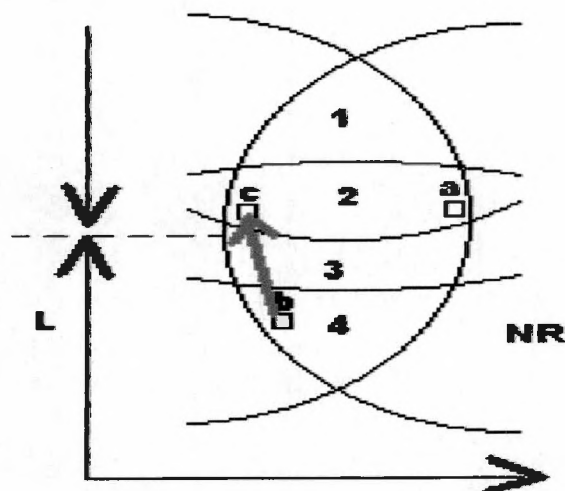
- créditos para países *non-ODA* foram pagos num prazo de 18 anos com três anos de carência e pagamentos progressivos a uma taxa apropriada de mercado;
- créditos para países *ODA* foram pagos em 20 anos, com dez anos de carência a uma taxa menos favorável à taxa de consenso aplicada a essa dívida.
- a troca da dívida foi de forma voluntária e bilateral.

Lindenbaum (2000) diz em seu artigo que 97% dos investidores participaram da troca de dívida e 3% teoricamente poderiam recorrer ao poder judiciário contra o Equador, como fez uma empresa chamada Elliot Partners, no Peru, que ganhou a causa naquele país com somente USD 21 milhões de ativos comprados antes da reestruturação.

O Equador utilizou a cláusula *da majority action clause* (citado no item 2.3.9.1) sobre a lei inglesa nos documentos da dívida antiga para obter consenso de todos os participantes para a troca.

Análise do caso

Figura 21 - Modelo de Miller - caso do Equador



Pelo modelo de Miller, podemos verificar que o posicionamento das operações estava incorreto. Acredita-se que as transações eram de baixo risco econômico e jurídico, ou seja, no ponto *b*, quando na verdade as operações estavam situadas no ponto *c*, significando que eram operações de alto risco econômico e baixo risco jurídico.

A falta de capacidade jurídica da maioria dos participantes em relação às cláusulas das emissões dos títulos da dívida externa do país, que no caso era de lei inglesa, fez que com muitos dos participantes achassem que tiveram prejuízos por questões de mudança de regra do contrato, já que a questão da lei inglesa não estava descrita no contrato.

Na confirmação das transações, os eventos de crédito são bem explícitos quanto ao exercício da operação. No caso, o evento foi a reestruturação da dívida.

Pela da lei de Nova Iorque, o contrato provavelmente seria liquidado normalmente. No entanto, como a lei inglesa foi utilizada, na teoria, o evento de

crédito não ocorreu, já que foi uma reestruturação definida como voluntária, pois a maioria dos participantes aceitou a troca da dívida.

O banco que fez o derivativo de crédito para se proteger de uma eventual reestruturação da dívida ou inadimplência de um título acabou tendo um prejuízo não esperado, pois teve que entrar na troca de títulos e pagar o prêmio do derivativo, já que na teoria não ocorreu o evento para exercer o direito de vender o ativo para a contraparte a um preço de 100,00 ou par.

4. Conclusão

Os casos e as teorias apresentados mostram que é cada dia mais importante a análise do risco jurídico dos contratos e uma empresa deve estar preparada para eventuais mudanças jurídicas.

Um bom gerenciamento do risco jurídico ajuda a prevenir eventuais problemas que possam vir a ocorrer resultantes de uma mudança de “regras do jogo” ou de contratos mal elaborados.

É importante também ressaltar a capacidade jurídica das pessoas em entender as cláusulas dos contratos. Quanto mais preparadas estiverem as pessoas envolvidas na negociação, menor a chance da ocorrência de um evento não previsto.

Para operações de moeda, o caso da Rússia é um bom exemplo do que pode acontecer com o Brasil pela semelhança do funcionamento do mercado e das regras vigentes. Assim como na Rússia que tinha o MICEX que dava a taxa de liquidação dos contratos o SISBACEN No Brasil tem essa mesma função divulgando a taxa de referência para a liquidação das operações chamada de PTAX800,

No Brasil as operações de derivativos celebradas no mercado regulamentado (bolsa de valores e mercadorias) estão contempladas pela legislação, mas as operações do mercado balcão as regras não estão totalmente definidas. A legislação em vigor sobre a compensação financeira menciona que é necessário ter um contrato entre as partes, mas não especifica como deve ser feito esse contrato, nem como será feito o cálculo da compensação financeira.

No contrato ISDA padrão o cálculo é feito pela média de cotações feitas no mercado para valorizar cada ativo financeiro a ser liquidado na compensação, podendo entrar nesse cálculo: derivativos, fianças e debêntures. A dificuldade de se adotar essa nova legislação é o fato da nova lei de falência e concordata estar em tramitação no Congresso brasileiro, assim os credores continuam a serem os últimos a receber os pagamentos e deverão pagar os débitos junto a contraparte devedora.

A melhora nas regras na legislação local para os contratos fará a diferença de preço entre no futuro de moeda NDF e o interno ou prêmio e aumentar quando se tiver uma expectativa de mudança de legislação nas operações de câmbio como a centralização de câmbio como ocorrido na Argentina e Rússia.

Percebe-se que o melhor contrato para a proteção ou *hedge* é o NDF já que contempla vários tipos de eventos e todos os contratos foram liquidados mesmo com as crises de moeda na Argentina e na Rússia. O que não aconteceu com os contratos do mercado local. Porém é importante observar as cláusulas das confirmações, com especial atenção para a supremacia dessas confirmações sobre o contrato padrão e o adendo, já que cada contrato pode ser juridicamente diferente, apesar de liquidarem da mesma maneira se não ocorrer evento de mudança de legislação.

Nas operações de derivativos de crédito é necessário saber qual o país de emissão, pois o contrato pode não ser liquidado como o ocorrido no Equador. É bom observar que o FMI está estudando novas formas de renegociação de dívida externa, fato que pode mudar a forma de liquidação do contrato, se for adotado o modelo inglês, os contratos de derivativos de dívida soberana deverão ser reformuladas para funcionar da forma para o qual foram criados, ou seja, proteger o detentor do título.

A experiência com as crises nos mostra a importância do conhecimento da legislação dos contratos financeiros no mercado balcão das partes envolvidas. Vimos que podemos minimizar o risco jurídico dos contratos através do conhecimento das cláusulas e seus efeitos num evento de turbulência financeira.

5. Bibliografia

ALVES, Jonex. Novo código civil Lei n. 10.406 de 10 de janeiro de 2.002: Confrontado, 3º ed. São Paulo: Editora Método, 2003.

DANIELL, Mark. *World of Risk*. Singapore: Wiley, 2000.

FAY, Stephen. *The collapse of Barings*, London: Arrow, 1996.

FUHRER, Maximilianus. *Roteiro das Falências e Concordatas*, 18º ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

HARDING, P. *Mastering the ISDA Master Agreement: a practical guide for negotiation*. Nova York: Prentice Hall, 2002.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION. *Enron: corporate failure, market success*. Berlim, 17 de abril de 2002.

LINDENBAUM, E. Debt Restructuring: legal considerations. *Merrill Lynch & Co.* 30 de outubro de 2.000

MCLAUGHLIN, Robert. *Over-the-counter Derivative Products: a guide to business and legal risk management and documentation*. Nova York: McGraw-Hill, 1998.

MERCURO, N. *Economics and the law*. New Jersey: Princeton, 1997.

MILLER, M. Financial Innovation: the last twenty years and the next. *Journal of financial and quantitative analysis*. New York, n. 21, dezembro de 1986.

PATTERSON, R., Asian FX trading regulations diverge. *Morgan Guaranty Trust Company: Global FX&Commodities Research*. 31 de janeiro de 2001.

RAMOS, J. A. SOLER. *Financial risk management: a practical approach for emerging markets*. Nova York: IDB, 2000.

REDHEAD, Keith. *Financial risk management*. Aldershot: Gower, 1988.

ROSEMAN, B. Standard & Poor's Its Risk-Based Capital Adequacy Model for Financial Products Companies. Acessado em 15 de agosto de 2002, em www.standardpoor.com/ResourceCenter/RatingsCriteria/Insurance/articles/roseman/htm.

SHAPIRO, Alan. *Foreign Exchange risk management*. New York: Amacon, 1978.

PICKFORD, JAMES. *Financial Times: Mastering Risk Volume 1: Concepts*, 1ª ed, London: Printice Hall, 2001.

STOAKES, Christopher. Questions of seniority and majority. *Financial Lawyer, Euromoney Magazine*. Nova York, setembro de 1999.

STRENGER, I. *Contratos internacionais do comércio*. 3ª ed. São Paulo: Editora São Paulo, 1992.

VAUGHAN, EMMETT. *Essentials of Risk Management and Insurance*, 2ª ed, New York: Wiley, 2001.

6. Sites de Internet

www.bcb.gov.br (Banco Central do Brasil)

www.bcra.gov.ar (Banco Central da Argentina)

www.clubedeparis.org (Clube de Paris)

www.economist.com (The Economist)

www.emta.org (Emerging Markets Trading Association)

www.imf.org (Fundo Monetário Internacional)

www.isda.org (International Swaps and Derivatives Association)

www.oecd.org (Organization for economic co-operation and development)

www.standardpoor.com (Standard & Poor's)

www.wordbank.org (Banco Mundial)

www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406.htm#art2044 (Novo Código Civil brasileiro).

7. Anexos

7.1 Medida Provisória No 2.192-70, de 24 de Agosto de 2001

Estabelece mecanismos objetivando incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária, dispõe sobre a privatização de instituições financeiras e dá outras providências.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no uso da atribuição que lhe confere o art. 62 da Constituição, adota a seguinte Medida Provisória, com força de lei:

.....

Art. 30. É admitida a realização de acordo para a compensação e a liquidação de obrigações no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, nas hipóteses e segundo as normas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 1º A realização da compensação e da liquidação nos termos e nas condições acordados não será afetada pela decretação de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial da parte no acordo, não se aplicando o disposto na parte final do caput do art. 43 e inciso I do art. 52, ambos do Decreto-Lei no 7.661, de 21 de junho de 1945.

§ 2º Se, após realizada a compensação dos valores devidos nos termos do acordo, restar saldo positivo em favor da parte insolvente, será ele transferido, integrando a respectiva massa, e se houver saldo negativo, constituirá crédito contra a parte insolvente.

Art. 31 O Poder Executivo regulamentará o disposto nesta Medida Provisória.

Art. 32 Ficam convalidados os atos praticados com base na Medida Provisória no 2.192-69, de 26 de julho de 2001.

Art. 33. Esta Medida Provisória entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 24 de agosto de 2001; 180º da Independência e 113º da República.

FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

Pedro Malan

Martus Tavares

7.2 Resolução 3039, de 30 de outubro de 2002

A RESOLUCAO 3.039 regulamenta o acordo para a compensação e a liquidação de obrigações no âmbito do Sistema Financeiro Nacional.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em 30 de outubro de 2002, com base nos arts. 4º, inciso VI, da citada lei, e 30 da Medida Provisória 2.192-70, de 24 de agosto de 2001, RESOLVEU:

Art. 1º Facultar às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil a realização de acordos para a compensação e liquidação de obrigações no âmbito do Sistema Financeiro Nacional.

Art. 2º Os acordos devem ser firmados entre as instituições mencionadas no art. 1º e pessoas físicas ou jurídicas, integrantes ou não do Sistema Finan-

ceiro Nacional, vedada a atuação de qualquer das partes como intermediadora e operação de terceiros.

Art. 3º Os acordos de que trata esta resolução devem, como condição para a sua eficácia, ser firmados em contrato específico constituído mediante instrumento público ou constar de cláusula contratual específica, cujo teor será objeto de registro no sistema de registro e de liquidação de ativos em que registrada a operação correspondente.

§ 1º Os acordos ou cláusulas contratuais de compensação e liquidação devem estipular as condições e metodologia para o término, apuração, compensação e liquidação das obrigações.

§ 2º Os acordos ou cláusulas contratuais de compensação e liquidação podem referir-se a operações já realizadas ou àquelas que sejam realizadas em data futura, desde que claramente previstas.

§ 3º É vedada, para os efeitos desta resolução, a estipulação de cláusulas estabelecendo:

I - a compensação de direitos ou obrigações de terceiros ainda que controladores, controlados ou coligados, incluindo as empresas referidas no art. 3º da Resolução 2.723, de 31 de maio de 2000; com a redação dada pela Resolução 2.743, de 28 de junho de 2000.

II - que após o término, apuração e compensação de obrigações, a contraparte adimplente limite o pronto pagamento do valor final devido, ou mesmo não pague, caso a contraparte inadimplente seja credora.

Art. 4º O contrato ou a cláusula contratual de que trata o art. 3º estabelecerá o prazo para que uma das partes seja considerada inadimplente com a fina-

lidade de se proceder ao término, apuração, compensação e liquidação das obrigações a ele sujeitas.

Parágrafo único. Para efeito do disposto neste artigo, considera-se inadimplente a parte que tiver decretada insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a partir da data da decretação do regime excepcional.

Art. 5º Fica o Banco Central do Brasil autorizado a determinar a forma de apuração do Patrimônio Líquido Exigido (PLE), com vistas a refletir o risco efetivo das operações sujeitas a acordos ou cláusulas contratuais de compensação e liquidação.

Art. 6º Esta resolução entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 30 de outubro de 2002.

Arminio Fraga Neto
Presidente

7.3 Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2.002

CAPÍTULO XVII

Do Jogo e da Aposta

Art. 814. As dívidas de jogo ou de aposta não obrigam a pagamento; mas não se pode recobrar a quantia, que voluntariamente se pagou, salvo se foi ganha por dolo, ou se o perdente é menor ou interdito.

§ 1º Estende-se esta disposição a qualquer contrato que encubra ou envolva reconhecimento, novação ou fiança de dívida de jogo; mas a nulidade resultante não pode ser oposta ao terceiro de boa-fé.

§ 2o O preceito contido neste artigo tem aplicação, ainda que se trate de jogo não proibido, só se excetuando os jogos e apostas legalmente permitidos.

§ 3o Excetuem-se, igualmente, os prêmios oferecidos ou prometidos para o vencedor em competição de natureza esportiva, intelectual ou artística, desde que os interessados se submetam às prescrições legais e regulamentares.

Art. 815. Não se pode exigir reembolso do que se emprestou para jogo ou aposta, no ato de apostar ou jogar.

Art. 816. As disposições dos arts. 814 e 815 não se aplicam aos 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.

Art. 817. O sorteio para dirimir questões ou dividir coisas comuns considera-se sistema de partilha ou processo de transação, conforme o caso.