



***HEDGE* – FERRAMENTA DO MERCADO DE FUTUROS PARA COBRIR OS RISCOS DO AGRONEGÓCIO: UMA ANÁLISE DO DIREITO EMPRESARIAL**

James Gallinati Heim (Universidade Federal da Grande Dourados) jamesheim@ufgd.edu.br
Waltecir Cardoso Pereira (Universidade Federal da Grande Dourados) waltecirpereira@ufgd.edu.br
Aldecir da Silva Leite (Faculdades Integradas de Ponta Porã – FIP/Magsul) aldecirdourados@hotmail.com

Resumo:

O presente trabalho tem como objetivo analisar, do ponto de vista do direito empresarial, uma ferramenta utilizada quando da comercialização dos produtos do agronegócio para proteger o empresário rural da variação de preços das mercadorias que negocia, denominada operação de *hedge*. Para tanto, após uma extensa revisão de literatura, trabalhamos o tema do agronegócio, do mercado de futuros e da bolsa de mercadorias e futuros, e todos os seus reflexos que possibilitam ao produtor rural a realização da referida operação, indicando ainda alguns aspectos operacionais cujos reflexos jurídicos consideramos relevantes. Concluímos o trabalho com a definição jurídica da operação de *hedge* sob a ótica econômica e sua percepção pela doutrina dos contratos empresariais, apontando ainda a existência de uma lacuna na doutrina nacional sobre o tema.

Palavras-chave: operação de *hedge*, agronegócio, mercado de futuros.

HEDGING - FUTURES MARKET TOOL TO COVER THE RISKS OF AGRIBUSINESS: AN ANALYSIS OF BUSINESS LAW

Abstract:

The present work aims to analyze, from the standpoint of corporate law, a tool used when marketing of agribusiness products to protect the farmers of price changes of goods trades, called hedge transaction. To that end, after an extensive literature review, work the subject of agribusiness, the futures market and the futures and commodities exchange, and all his reflexes that allow farmers the realization of this operation, but does indicate some operational aspects which consider relevant legal consequences. We conclude with the legal definition of hedging transaction under the economic perspective and its perception by the doctrine of business contracts, also suggest the existence of a gap in national doctrine on the subject.

Key words: hedge, agribusiness, the futures market

1 Introdução

A incerteza que ronda as atividades do agronegócio, compreendendo este termo como correspondente aos vários setores da produção agropecuária que resultam na mercadoria final repassada ao consumidor, pode causar perdas irreparáveis ao produtor rural.

Assim, devem ser elaboradas e postas em prática ferramentas e técnicas que tenham como objetivo apaziguar os riscos aos quais se sujeita este produtor, sendo que uma das ferramentas encontradas no mercado de futuros é uma operação econômica complexa que se denomina, no mundo financeiro, *hedge*. Este trabalho tem como objetivo aproximar do universo da ciência do Direito algumas figuras típicas do mundo econômico, como o mercado de derivativos, as bolsas de mercadorias e futuros, e a própria operação de *hedge*.

Para tanto, se apresentará, num primeiro momento, a figura do agronegócio, sendo detalhados seus aspectos mais relevantes, destacada sua importância para o desenvolvimento econômico e para a estabilidade financeira de qualquer país, principalmente o Brasil, que deve seu estágio de destaque no mercado internacional, em boa parte, ao fato de ser grande produtor e comercializador de *commodities*. Serão expostas também as dificuldades e os desafios impostos aos produtores rurais e que são inerentes ao seu ramo de atividade, principalmente no tocante à comercialização das mercadorias que produz, uma vez que estas estão sujeitas as variações no seu valor de mercado.

Esta aproximação entre Direito empresarial e agronegócio se faz possível em razão da conceituação das agroindústrias como empresas, tanto do ponto de vista do direito positivo (e para isso compararemos o agronegócio com o art. 966 do Código Civil) quanto do ponto de vista doutrinário.

Em seguida, serão apresentados os elementos do mercado financeiro que oferecem ao empresário do ramo agroindustrial a possibilidade de realizar a operação de *hedge*, abordando extensivamente o mercado de futuros e os agentes econômicos que dele participam, bem como os contratos que nestes ambientes são negociados. Para tanto, será introduzido um histórico de sua evolução, e indicadas as principais inovações que fazem deste mercado o ideal para auxiliar o empresário rural a reduzir sua exposição ao risco que sua atividade carrega.

A partir daí, será o foco deste trabalho apontar a lacuna existente na seara do direito obrigacional e contratual no que diz respeito a uma conceituação da natureza jurídica da operação de *hedge*. A partir da definição que a doutrina econômica elaborou sobre o tema, o objeto deste trabalho é reunir o que os maiores autores destas áreas já estudaram sobre a operação de *hedge* em nosso país, apontando os aspectos jurídicos mais relevantes que a literatura nacional produziu.

Finalmente, a fim de concluir o esforço de aproximar o *hedge* da ciência jurídica, se discorrerá sobre a sua operacionalização, oferecendo ao leitor um guia de como esta operação se desenrola no mercado de futuros, passo a passo, apontando durante o caminho, sempre que pertinente, os aspectos jurídicos destas práticas operacionais.

2 Considerações sobre o agronegócio e a comercialização da produção

A expressão agronegócio, que é uma tradução literal da expressão *agribusiness*, criada pelos professores John Davies e Ray Goldberg, ambos da Universidade de Harvard, em 1957 (RUFINO, 1999). No Brasil, durante muito tempo o termo original foi utilizado pela literatura e imprensa nacionais, até que na segunda metade da década de 1990 a expressão “agronegócio” foi aceita como sua equivalente.

A palavra agronegócio compreende um universo que engloba tanto as atividades negociais ligadas à agricultura quanto à pecuária, bem como toda a cadeia de processos necessária para viabilizar a produção. O que deve se aclarar neste momento é que, sempre que este trabalho utilizar as expressões agroempresa, agroindústria ou agropecuária, assim o faz como sinônimo de agronegócio, ou seja, abordando não apenas a efetiva produção agrícola e criação pecuária, mas toda a complexidade de operações que estas atividades envolvem.

Num primeiro momento, destacar a relevância que o agronegócio representa para a sociedade como um todo, e especialmente para o empresário rural procurar meios de proteger-se dos riscos de sua atividade.

A partir de 1970, observa-se no país uma mudança na política econômica de distribuição de repasses majoritariamente ao setor industrial, com a criação, tanto pelo governo quanto pelo setor privado, de programas especiais de apoio ao desenvolvimento agrícola regional, a concessão de incentivos visando à modernização da produção e subsídios ao investimento na agricultura e linhas especiais de crédito rural – medidas que, aliadas à expansão da área cultivada, culminaram num rápido crescimento da agricultura nacional.

Do ponto de vista do direito positivo, na década de 1990 foi sancionada a lei 8.171/91, que dispõe sobre a política agrícola nacional. O legislador instituiu, com este dispositivo, o Conselho Nacional de Políticas Agrícolas – CNPA, além de discorrer sobre as atribuições e deveres do Poder Público no sentido de estimular o setor agropecuário, através de incentivos à pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias, bem como a previsão da criação de linhas de crédito e recursos para investimento especiais para o setor.

Ao contrário do que pensavam os cientistas econômicos da primeira metade do século XX, o setor agropecuário e o industrial não são duas realidades distintas e antagônicas, e sim setores interdependentes, de forma que ambos se fortaleceram e sob esta perspectiva que o agronegócio cresceu e ganhou força dentro do cenário econômico nacional.

Portanto a agricultura e a pecuária desempenham importante papel na industrialização de um país, não só na função de abastecimento urbano, seja fornecendo matéria prima ou alimentos em geral, mas também através da transferência dos lucros do campo para investimentos no meio urbano e da arrecadação de divisas estrangeiras através da exportação das mercadorias produzidas (financiando o desenvolvimento e adquirindo importações necessárias a este). Como se vê, quanto mais fortalecido o agronegócio, mais se consolida também o parque industrial de uma determinada região, pois os recursos daquele setor são transferidos na forma de investimentos neste último.

Assim, visando um contínuo desenvolvimento econômico do setor rural e da sociedade, é necessária a elaboração de mecanismos de transferência de recursos de outros setores com excesso àqueles nos quais estes são insuficientes, bem como a oferta ao empresário rural de serviços que visem minimizar o risco natural que o agronegócio apresenta, o que é o caso do *hedge*.

Atualmente, exige-se dos empresários rurais que exerçam suas atividades marcadas pelas influências dos avanços de uma nova área do conhecimento, a biotecnologia, responsável por técnicas cada vez mais refinadas e outros aspectos que antecedem a produção rural (pesquisas de melhoramento genético de sementes ou animais, fertilizantes, maquinário) quanto no momento posterior, que envolve a sua comercialização (infraestrutura para distribuição do produto, mercados de distribuição, exportação).

Os norte americanos, no campo científico, desenvolveram a área denominada economia rural, onde foi elaborada esta nova concepção para o termo “agricultura”, batizado de *agribusiness*, que representa o conjunto de todas as operações e transações envolvidas desde a fabricação

dos insumos agropecuários, das operações de produção nas unidades agropecuárias, até o processamento e distribuição e consumo dos produtos agropecuários ‘in natura’ ou industrializados” (RUFINO, 1999).

Esta definição de agronegócio não deixa dúvidas de que, do ponto de vista jurídico, se trata de uma espécie de atividade empresarial. Tal constatação é comprovada pelo direito quando observamos os requisitos que se encontram no artigo 966 do Código Civil de 2002, que tem a seguinte redação: “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção e circulação de bens ou de serviços”. Todos estes requisitos (profissionalismo, atividade econômica, organização, e produção ou circulação de bens ou serviços) podem ser observados nas atividades identificadas como agroindústrias nos tempos atuais.

De fato, a doutrina do Direito Empresarial já se debruçou sobre o tema, apontando importante distinção entre os dois gêneros da atividade rural encontradas no Brasil: de um lado, a agricultura familiar, onde trabalham o próprio dono da terra e sua família, na qual o objetivo dos produtores é essencialmente a subsistência, que não faz parte do ramo empresarial até mesmo por previsão legal. No outro lado, encontra-se o agronegócio como acima apresentado: a mão-de-obra é assalariada, as áreas de cultivo ou criação são latifundiárias, vasta quantidade de recursos é destinada à pesquisa e desenvolvimento de tecnologias cada vez mais avançadas. É esta modalidade de atividade rural, que visa o lucro para seu produtor-empresário, que encontra-se sob a alçada do Direito Empresarial.

Voltando ao prisma econômico, para facilitar a compreensão do agronegócio e de todos seus componentes, a doutrina especializada costuma dividi-lo em três momentos, denominados “antes da porteira”, “dentro da porteira” e “após a porteira” (ou, numa nomenclatura mais específica, “a montante da porteira”, “produção agropecuária propriamente dita” e “a jusante da porteira”). No primeiro, encontram-se os fornecedores de insumos, como máquinas, sementes, fertilizantes, implementos agrícolas ou até mesmo financiamento para a produção. O segundo diz respeito à atividade agropecuária em sentido estrito, ou seja, o manejo do solo, a irrigação, a colheita ou a criação dos animais.

No terceiro segmento, a jusante da porteira, observam-se os setores de armazenamento, produção dos derivados a partir da mercadoria resultante da atividade agropecuária, industrialização, distribuição e, o que é o foco da análise deste trabalho, a comercialização das mercadorias resultantes de todo o sistema produtivo até agora. Isto acontece porque, embora a precaução do empresário rural em tomar as medidas necessárias para cobrir os riscos do agronegócio se dê antes mesmo de iniciada a produção, é por meio de mecanismos existentes no segmento “depois da porteira” que esta proteção será efetivada.

Portanto, ganha este último maior importância neste trabalho, pois a comercialização dos bens produzidos nas propriedades rurais começa já com a venda destes, pelos produtores, para os diversos agentes econômicos intermediadores que atuam no segmento do agronegócio (empresas especializadas na compra das mercadorias de pequenos e médios proprietários, agroindústrias, distribuidores, revendedores, atacadistas e inúmeros outros). A complexidade do processo de comercialização apresenta vários níveis de intermediação, sendo relevante assinalar neste momento que um dos níveis posicionado entre o produtor rural e o consumidor final é o das bolsas de mercadorias, um tipo específico de organização de mercado.

O mercado é “um conjunto de operações regulares de troca entre pessoas ou comunidades econômicas, em torno de determinados bens, serviços ou capitais, em um determinado lugar ou região” (SILVA, 1978). E mais, a função deste conjunto de operações é servir como ponto de encontro para a oferta e a demanda global, representada pelo “encontro”, de um lado, de produtos e serviços, e, do outro, da renda. Por outro lado, define-se o termo “bolsa” como

uma espécie de mecanismo organizacional do mercado, um local onde se concentram os negócios, ou seja, a sua representação física. Então, se mercado é o conjunto de operações de compra e venda, é nas bolsas que estas operações se concretizam. Trata-se de um estágio evoluído de comércio, típico do capitalismo, cujas finalidades principais são exercer uma ação reguladora e fiscalizadora sobre o comércio, registrar os participantes que nela desejam operar e realizar o pregão (termo que, no jargão econômico, corresponde à divulgação das oportunidades de compra e venda disponíveis, feita atualmente por meio de sistemas eletrônicos).

Destarte, bolsa de mercadorias é o mecanismo criado para negociar apenas mercadorias agropecuárias onde existem dois tipos diferentes de mercado, identificados como: mercado a vista (também chamado de mercado *spot*) e mercado de futuros.

2.1 Mercado de futuros

Entende-se mercado de futuros como uma das espécies do gênero mercado de derivativos, ao mesmo tempo em que define os derivativos como “... instrumentos financeiros cujos preços estão ligados a outro instrumento que lhes serve de referência” (SANTOS, 1998). Definem-se derivativos, então, como instrumentos financeiros cujo valor depende de algum ativo, sendo que estes ativos podem ser a soja, o arroz, o milho, boi gordo, dentre vários outros.

De fato, vamos abordar, sob a ótica jurídica, a proteção contra o risco na negociação de mercadorias agropecuárias, optou-se por deixar de lado as diferentes modalidades de contratos ofertadas no mercado de derivativos, e focar apenas no mercado de futuros e no mercado *spot*, que, como já visto, são os mais adequados para a realização do *hedge* no caso do agronegócio.

É importante notar que no mercado de futuros os contratos negociados são independentes e autônomos dos bens que constituem seus objetos; ou seja, o que negocia não são os objetos em si (como acontece nos contratos a termo). Assim, quando se compra, por exemplo, um contrato futuro de soja no mercado de futuros, está se negociando, na realidade, um ativo, isto é, um instrumento financeiro cujo valor deriva do preço da soja. Segundo DINIZ (2005), o mercado de futuros “... é o que possibilita a compra de um lote de mercadoria ou título por preço combinado no ato, mas que deverá ser pago somente em data futura”.

Neste contexto, LOBO (2001) explica que a bolsa de Chicago criou dois institutos que contribuíram significativamente para consolidar esta forma de negócio: a) padronização de todos os contratos negociados na instituição; e, b) criação de um mecanismo de garantia do adimplemento das operações realizadas no mercado as câmaras de compensação.

Do exposto, tem relevância nesta pesquisa como matéria jurídica obrigacional, a padronização dos contratos oferecidos nas bolsas de negociação, que estabelece as características do produto negociado, como cotação, data do vencimento, qualidade dos produtos, entre outras, criando um ambiente exclusivo para negociação. A título ilustrativo deste universo financeiro sob o enfoque operacional, um produtor que compra, em outubro de 2011, dez contratos futuros de soja, todos com vencimento para abril de 2012 (portanto, seis meses depois da negociação), pode encerrar sua posição a qualquer momento antes de decorrido este lapso temporal. Isto é feito com a venda do mesmo número de contratos futuros de soja, ou seja, dez, para qualquer participante que esteja interessado, que substituirá o nosso produtor original na obrigação. Como todos os contratos são padronizados, tanto quanto à qualidade do produto (umidade, impurezas, entre outras), à unidade de negociação (o “tamanho” do contrato, que no caso da soja é de 450 sacas de 60kg cada, por contrato), à forma de liquidação, entre outras características, não existe problema algum nesta troca. É o mesmo

que dizer que o produtor rural transferiu sua obrigação a outro participante dos mercados de futuros, o investidor.

AZEVEDO (2007) salienta os reflexos jurídicos desta sistemática, onde a padronização das cláusulas dos contratos, dentre os quais destaca-se aquele que tem maior importância para o *hedge*: a possibilidade de encerramento da posição no mercado de futuros a qualquer momento. É em razão desta possibilidade que uma quantidade insignificante dos contratos negociados no mercado de futuros é liquidada pela efetiva entrega do bem contratado. Os demais se liquidam pela diferença entre as posições financeiras do comprador (ou vendedor, qualquer que seja a parte que deseja encerrar sua posição) no dia da compra/venda do contrato e no dia do encerramento de sua participação.

Concluindo, temos a câmara de compensação é o sistema criado para garantir o cumprimento das obrigações contratuais assumidas nos mercados de futuros. Assim que é formalizada a negociação entre as partes, as câmaras de compensação interpõem-se entre comprador e vendedor, assumindo para cada um dos negociantes a posição da parte contrária, isto é, comprando de quem vende e vendendo a quem compra. Neste sentido, cabe esclarecer:

“Nos contratos futuros, as caixas de liquidação não são apenas um mecanismo de conveniência operacional, mas uma parte integrante do negócio jurídico assim estruturado. A manifestação de vontade das partes se dá diretamente entre elas, por meio do consentimento no recinto operacional, mas, a partir do instante em que ratificam este comportamento pelo preenchimento do formulário, não mais se relacionarão entre si diretamente, mas necessária e obrigatoriamente por meio da caixa interveniente, anguladora da relação, durante todo o procedimento executório que se sucede à contratação, até o recebimento da prestação” (SALLES, 2004).

Assim, a câmara de compensação, ao interpor-se entre o comprador e o vendedor, assume os direitos e obrigações de cada um destes com a finalidade de, no caso de descumprimento do acordado por um destes, resguardar os interesses da parte contrária, garantindo o cumprimento do contrato. Desta forma, aumenta a confiança dos investidores nos mercados, uma vez que possuem uma instituição garantidora da operação firmada.

Como consequência jurídica, da criação das câmaras de compensação despersonalizam-se os contratos, tornando-os títulos autônomos objetos de relação contratual.

A doutrina é pacífica quando divide os negociadores que atuam no mercado de futuros em três grandes grupos, conforme o resultado que buscam atingir com seus investimentos: os *hedgers*, os especuladores e os arbitradores. A atuação conjunta deles é imprescindível para o funcionamento adequado do mercado, pois suas funções se complementam, e somente assim que está garantida a liquidez do mercado. Porém, em razão das limitações impostas para apresentação da pesquisa no congresso se aborda apenas os aspectos relevantes do *hedger* (CAVALCANTE, 2005).

Do ponto de vista do agronegócio, a abertura de possibilidades ao produtor à realização de uma operação econômica que o proteja dos riscos que a atividade de cunho rural o expõe, se fez necessária já que as garantias tradicionais ofertadas pelo mundo jurídico (como fiança, aval, penhor, etc.) não são compatíveis com os negócios envolvendo *commodities*, especialmente no campo da incerteza que decorre da natureza da produção. Logo, a criação de uma alternativa de proteção do patrimônio do produtor rural em face do risco de variação nos preços das mercadorias que negocia é o *hedge*. O produtor rural ao fazer uso desta operação de proteção, abre uma posição no mercado de futuro, em que ele se apresenta para este mercado como um agente específico o *hedger*, e assim permanece até que encerre sua posição no negócio.

2.2 Hedgers

Os *hedgers* em geral são os agentes que participam do mercado com a intenção de proteger-se da oscilação de preços que possam afetar as suas atividades profissionais, sem visar o lucro com suas operações no mercado de futuros. No caso específico do produtor rural que assume a posição de *hedger*, que para DINIZ (2005) é “... aquele que visa proteger-se contra o risco de variação de preço das *commodities*”. As raízes etimológicas do termo *hedge*, no idioma inglês, lhe dão o significado de cerca, muro, mureta; assim, ao “fazer um *hedge*”, o produtor rural estaria construindo uma cerca em torno de sua atividade profissional, protegendo-a de oscilações indesejadas.

Explica SILVA NETO (2006) o *hedge* como “... uma operação realizada no mercado de derivativos com o objetivo de proteção quanto à possibilidade de oscilação de um preço, taxa ou índice”. Assim, por meio do *hedge*, o objetivo do investidor é ficar livre de um risco inerente a sua atividade principal.

Para a realização da operação, no caso do produtor rural (que é o *hedger*), é indispensável a existência de um mercado no qual sejam negociados os mesmos ativos agropecuários – ou outros que se relacionem com o ativo em questão – que ele negocia nos mercados à vista, porém para entrega e liquidação futura. Ou seja, o mercado de futuros é essencial à prática do *hedge*, pois esta operação só é possível em razão justamente desta possibilidade de se negociar em ambos os tempos: no mercado físico, presente, e no mercado de futuros, em um momento posterior.

Outrossim, a complementaridade entre a operação de *hedge* e o mercado de futuros também pode ser destacada pelos benefícios que apresenta não apenas ao empresário rural, mas ao próprio mercado: quando o produtor/*hedger* procura se livrar dos riscos, estes devem ser assumidos por alguma parte. Quem o assume, nos mercados financeiros, são os especuladores, agentes que, como veremos, tem na especulação a sua atividade profissional. Consequentemente, não apenas o *hedge* depende do mercado de futuros para sua existência como mecanismo negocial, como também este mercado depende da existência do *hedger* – para que estes repassem os riscos de suas atividades aos agentes que estejam dispostos a assumi-los (EIZERICK, 1993).

Seguindo nesta linha que visa situar o *hedge* no contexto econômico, agora que já se definiu o que é o mercado de futuros, e já foram apresentados seus principais mecanismos e os agentes que nele operam, é necessário que se discorra sobre o acolhimento e previsão da existência das bolsas de mercadorias e futuros, como a representação física dos mercados de futuros que negociam *commodities* dentro do sistema financeiro nacional.

Como o objetivo deste trabalho é a análise dos aspectos jurídicos das operações de *hedge* realizadas nos mercados de futuros, e não um estudo aprofundado do arcabouço legal que rege o funcionamento e a existência de todo o sistema financeiro nacional que possibilita a realização da operação, será feita apenas a apresentação geral da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), que colocou de vez o Brasil no cenário internacional da negociação de *commodities* através de contratos futuros.

Em 2007, com a reorganização societária da empresa e tendo em vista a perspectiva de fusão, realizada no ano seguinte, resultou na criação da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&F BOVESPA S. A.

Segundo AZEVEDO (2007) são seis os contratos de futuros agropecuários oferecidos na BM&F BOVESPA: açúcar cristal, boi gordo, café arábica, etanol, milho e soja. Em comparação, na *Chicago Mercantile Exchange*, o braço da bolsa de Chicago que oferece à negociação contratos de futuros do agronegócio, são mais de trinta diferentes ativos, incluindo produtos como trigo, leite, suínos, entre outros. Observa-se então que, apesar do padrão de

qualidade internacional e da consolidação das operações com *commodities* no mercado nacional, a participação destas mercadorias no volume total das operações é baixo, existindo ainda um grande potencial de crescimento para a BM&F BOVESPA.

A consequência deste baixo volume negociado é que a liquidez dos contratos de *commodities* anunciados deixa a desejar, influenciando numa menor eficácia das operações de *hedge* realizadas (maior liquidez resulta em menor risco, uma vez que o investidor tem maiores opções de investimento e pode trocar de posições com maior facilidade). O que se constata, na realidade, é a existência de um círculo vicioso, pois a menor liquidez afasta os *hedgers*, o que contribui para diminuir ainda mais a liquidez.

Uma das maneiras de romper com este cenário negativo é a maior conscientização dos produtores rurais e dos empresários do agronegócio em geral, sobre os mecanismos que eles têm à sua disposição para auxiliá-los, justamente uma das motivações desta pesquisa: abordar um tema ainda pouco discutido (especialmente na seara do direito empresarial), trazendo à tona o funcionamento e os aspectos jurídicos do *hedge*, esta importante ferramenta de proteção contra riscos na variação de preços.

3 Operação de *hedge* e seus aspectos jurídicos

Buscou-se uma definição da referida operação, sob a perspectiva da ciência da administração, com base em doutrinas das áreas da administração e economia. A seguir, será apresentada a operação de *hedge* com base nos estudos que a doutrina jurídica nacional já elaborou sobre o tema, identificando também os aspectos e reflexos jurídicos essenciais à sua operacionalização. O objeto da pesquisa, então, foi evidenciar a existência de uma lacuna no trabalho elaborado pelos maiores doutrinadores das áreas obrigacional, empresarial e contratual nacionais no que diz respeito ao *hedge*, uma vez que a definição desta operação em seus caracteres jurídicos não foi devidamente enfrentada pelos doutrinadores pátrios.

De fato, especialmente no ramo do direito empresarial, não se manifesta a doutrina no sentido de definir juridicamente o *hedge*. Pois, como afirma CORDEIRO FILHO (1999) é mais racional observar a forma como os administradores financeiros aperfeiçoam as práticas operacionais pertinentes, e a partir delas extrair os seus aspectos jurídicos relevantes, sem tentar engessar tais práticas em um ou outro instituto jurídico específico de natureza obrigacional.

Neste sentido, cabe apresentar um rol de posicionamentos daquilo que já foi debatido sobre o *hedge* como operação no campo do Direito Empresarial brasileiro, em que reconhecem o caráter majoritariamente econômico da operação, não se aventurando em delimitar juridicamente a natureza dos aspectos operacionais do *hedge*, especialmente no que diz respeito aos contratos negociados no mercado de futuros, bastando para isso observar que os textos sobre o *hedge* são extremamente sucintos, como se observará das breves considerações que serão expostas ao longo deste capítulo.

EIZIRIK (1993) atesta a estreita relação entre os mercados de futuros e o *hedge* quando afirma que o crescente destaque desta operação no mercado de futuros "... decorreu de dois fatores básicos: a) a padronização dos contratos; e b) a garantia prestada pela caixa de compensação e liquidação (...)". De fato, observamos que com a criação e a evolução destas duas inovações, e a crescente liquidez que daí resultou, ofereceu-se para os produtores rurais que se valem do *hedge* uma de suas vantagens essenciais, que é a possibilidade de, a qualquer momento, alterar a sua posição contratual futura.

Quanto à caracterização da operação de *hedge*, o entendimento alcançado pela doutrina majoritária acerta ao compactuar com a definição econômica que define *hedge* como a justaposição de dois ou mais negócios jurídicos, sem que exista ligação, união, ou qualquer

outro tipo de dependência formal entre as duas contratações. Sendo relevante entender de maneira objetiva que a idéia fazer que fazer *hedge* tem:

(...) por finalidade a cobertura contra riscos inerentes às operações de compra e venda com execução diferida, o *hedging* não se caracteriza pela unidade formal do dado esquema negocial. Ao contrário, a função econômica-social específica do *hedging* perfaz-se mediante a justa posição de dois contratos de compra e venda a termo, de objeto equivalente, porém nos quais a mesma parte assume posições contrapostas, ora de vendedor, ora de comprador, de maneira a compensar os respectivos riscos de variação dos preços. O que existe, no *hedging*, é mera interdependência factual, de natureza econômica, entre contratos equivalentes e opostos, concluídos com pessoas diversas e que visam a compensar os seus efeitos reciprocamente. Os dois contratos são completos e autônomos, e independem um do outro para sua existência e validade intrínsecas. Trata-se, afinal, de pluralidade de contratos individualizados, cuja interdependência existe meramente em função de um fator econômico que lhes é externo, (...). Não se pode, portanto, falar de um contrato unitário de *hedging*, porém de uma figura extracontratual e que se define como uma operação econômica complexa, envolvendo dois contratos completos de compra e venda a termo. (BARRETO FILHO, 1978).

Em definição, no mesmo sentido afirma que no *hedge* não se observará uma figura contratual típica, uma vez que cada um destes contratos mantém sua autonomia:

“(...) não será, propriamente, um contrato com caracteres típicos, mas uma modalidade de operação de Bolsa, (...) com caráter aleatório, tendo por escopo a comercialização de mercadorias a termo. Será, portanto, uma modalidade negocial a termo nas Bolsas de Mercadorias (*commodities future market*), com liquidação pela diferença. Trata-se de uma das formas de operações futuras (*futures*), especializando-se relativamente às operações gerais com as chamadas *commodities*” (DINIZ, 2007).

Com estes entendimentos de que o *hedge* é uma operação econômica que não pode ser resumida em um único contrato ou negócio jurídico, se aliam os demais doutrinadores consultados como Bulgarelli, Eizirik, Lobo e Perin Junior. Não há coligação entre os contratos, ou mesmo a figura do contrato unitário, senão pela autonomia de vontade da pessoa do empresário que passa a ser identificado como *hedger*.

Como se vê, a doutrina jurídica debateu o *hedge* sem uma preocupação conceitual, isto é, sem enfrentar a questão de caracterizar este mecanismo ou apontar sua natureza jurídica. Até o presente momento, o trabalho dos doutrinadores é marcado pela utilização de definições típicas da linguagem econômica, sendo adicionada somente a definição sobre os contratos negociados no mercado de futuros como contratos de compra e venda a termo.

Portanto, sob a ótica jurídica, cabe afirmar que a mais avançada das definições de *hedge* o define como uma operação econômica complexa que envolve dois ou mais contratos de compra e venda a termo, complexos, autônomos, juridicamente independentes entre si, equivalentes e opostos, havendo entre estes apenas uma interdependência factual, de natureza econômica, e apenas no que diz respeito à pessoa do produtor rural que deles faz proveito para se proteger dos riscos de sua atividade.

Trata-se de um contrato *sui generis*, isto é, que se manifesta sem uma forma definida e específica, e que se caracterizam pelo fato das partes convencionarem uma negociação cuja fase executiva se desdobra em várias operações parciais, todas autônomas, mas dependentes daquela manifestação de consentimento inicial. Nota-se aqui uma relação similar à do *hedge*, na qual não existe dependência formal entre os contratos, mas ambos dependem da manifestação de vontade do produtor rural que é o *hedger*.

Temos então que o *hedge* faz parte da ampla seara contratual que é a compra e venda, e, em especial, a compra e venda a termo complexa. Cabendo apenas apresentar algumas

considerações pertinentes sobre a compra e venda como o contrato em que uma pessoa se obriga a transferir a outra a propriedade de uma coisa, mediante o pagamento de certo preço, apresentando sua caracterização jurídica como sendo contratos bilaterais (porque cria obrigações para ambos os contratantes), oneroso (porque ambas as partes auferem vantagens patrimoniais), comutativo ou aleatório (pois o seu objeto pode ser certo e seguro, como acontece na maior parte dos casos, ou depender de evento incerto), consensual ou solene (conforme se exija ou não formalidade para sua manifestação, sendo comum que não exista a exigência) e translativo do domínio (pois representa o ato da transmissão da propriedade da coisa negociada). Como o foco do trabalho é nos contratos negociados no mercado de futuros, é importante que se introduzam os elementos essenciais à sua existência, uma vez que estes serão comuns a todos os contratos de compra e venda a termo, que são três: a) a coisa, que é a mercadoria que se efetivamente negocia, podendo tratar-se também de bem incorpóreo, ou de ativo cujo valor derive de algum bem corpóreo, como acontece no mercado de futuros; b) o preço, que é a quantia que o comprador se obriga a pagar ao vendedor, que deve ser pecúnia ou passível de nela se possa representar e sério, isto é, soma que possa realmente ser considerada contrapartida da coisa. O preço dado à coisa não precisa ser determinado pelas partes, podendo resultar também de cotação elaborada pela entidade onde a coisa se negocia, e; c) consentimento ou consenso, que é manifestação capaz sobre a coisa, o preço e todas as demais condições pactuadas no negócio. Sendo que na figura da compra e venda a termo, além dos elementos acima expostos adiciona-se um lapso temporal entre a negociação e o pagamento (também chamado de liquidação) nos contratos negociados na bolsa de mercadorias e futuros.

Quando se estuda a Teoria Geral dos Contratos, é destacada a amplitude das oportunidades que surgem da vida em sociedade, de oferecer além do rol das figuras contratuais, outras modalidades que são pactuadas pelas próprias partes, contanto que não haja previsão legal que torne defesa esta negociação livre. De fato, através dos princípios gerais dos contratos, em especial, o da autonomia da vontade das partes, existe uma extensa gama de contratos negociados hodiernamente sem previsão legal que defina seus caracteres, formando a modalidade dos contratos atípicos. Neste sentido, cumpre citar artigo do Código Civil de 2002, *in verbis*: “Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código”.

Das considerações expostas, é possível reunir as definições da doutrina jurídica sobre os contratos negociados no mercado de futuros, apresentando o consenso entre autores de que estes contratos apresentam-se como contratos atípicos, pois sua representação prática é semelhante aos contratos de compra e venda a termo e às vendas complexas, e destes se diferenciam pelas previsões de negociação exclusiva nas bolsas de futuros organizadas, de liquidação pela compensação de posições financeiras diferentes, e de participação obrigatória da câmara de compensação, e, conseqüentemente, necessidade de revisão do seu valor através de ajustes diários próprios do mercado.

4 Conclusão

A produção do agronegócio sujeita o produtor rural a elevados riscos, principalmente no que diz respeito à comercialização das mercadorias: de fato, além da necessidade de obter com a venda dos produtos um valor que cubra todos os custos de produção e um lucro que possibilite a continuação de sua atividade profissional), o empresário no agronegócio, pela sujeição da mercadoria produzida às variáveis além de seu alcance, precisa proteger-se da variação nos preços dos produtos que comercializa.

Portanto, a compra e venda de *commodities* sempre foi um negócio de risco, pois tais negócios sempre envolvem duas situações que são: a) a incerteza quanto ao preço, e; b) a

escassez da mercadoria. Da necessidade de amenizar estes efeitos adversos, foram desenvolvidas ferramentas ou estratégias de atuação no mercado financeiro, atingindo seu grau máximo de eficiência nos denominados mercado de derivativos e mercado de futuros.

A mais eficiente dentre estas ferramentas que visam cobrir os riscos do agronegócio é justamente a que foi apresentada neste trabalho: a operação de *hedge*. Assumindo posições opostas em dois mercados diferentes, quais sejam, um à vista e outro futuro, o produtor consegue proteger-se (não por completo, mas significativamente) desta variação indesejada, pois, à medida que esta oscilação de preços lhe impõe um prejuízo em um dos mercados, a mesma oscilação garante um lucro no outro. O resultado final, para a pessoa do produtor rural, é poder “fixar” o preço de comercialização das suas mercadorias em um patamar que lhe é aceitável.

O *hedge* confirma a importância do direito consuetudinário para o mundo empresarial, pois consagra normas implantadas por uma prática diária e contínua. Tal pensamento já foi manifestado por J. X. Carvalho de Mendonça, quando comenta que onde o nosso legislador silencia, nada mais lógico do que recorrer a esse viveiro de usos e costumes que são a expressão mais direta da prática do comércio.

Através de uma extensa pesquisa, o trabalho pode evidenciar a maneira como a operação de *hedge* é tratada pelos juristas no Brasil, apontando a existência de uma lacuna na doutrina majoritária no que diz respeito à elaboração de um conceito para a natureza jurídica deste mecanismo de proteção. No entanto, através da apresentação de diversos pontos de vista que, se não são divergentes entre si, ao menos apresentam significativas peculiaridades, pôde-se compreender que o caráter contratual aleatório do *hedge* se deve não à falta de esforço dos doutrinadores pátrios, muito pelo contrário: por tratar-se de instituto em aprimoramento, cujas práticas operacionais internas do mercado de futuros onde se realiza estão em constante mudança e evolução, a doutrina trabalhou apontando os aspectos jurídicos relevantes à sua compreensão, evitando assim o perigo da elaboração de um conceito jurídico que engessaria a operação de *hedge* aos olhos do Direito.

Atingido este objetivo, o de reunir o já trabalhado pela doutrina, para tentar uma compreensão geral da operação de *hedge*, pode-se concluir o trabalho com a consciência de que o significado econômico desta operação possui extrema relevância para o mundo jurídico, especialmente para as searas do direito empresarial e contratual. Assim, toda tentativa de aproximação interdisciplinar entre a ciência da Economia e do Direito é válida, especialmente quando trata-se de operação econômica cujo objetivo carrega tanta importância não só para o desenvolvimento econômico, mas também para a própria segurança econômica de nosso país.

Referências bibliográficas

ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. São Paulo: Saraiva, 2007.

ARAÚJO, Massilon J. **Fundamentos de Agronegócios**. São Paulo: Atlas, 2003.

AZEVEDO, Paulo Furquim. Comercialização de Produtos Agroindustriais. In: BATALHA, M. O. **Gestão Agroindustrial**. São Paulo: Atlas, 2007.

BARRETO FILHO, Oscar. As Operações a Termo sobre Mercadorias (*Hedging*). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 29, 1978.

_____. **Mercados Derivativos – Série Introdutória**. São Paulo: BM&F, 2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/serie-introdutoria-mercados-derivativos.pdf>>. Acesso em 06 de julho de 2011.

- BULGARELLI, Waldirio. **Contratos Mercantis**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais – o que é, como funciona**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- CME GROUP. **Agricultural Commodities Products**. Disponível em: <<http://www.cme.com/trading/agricultural/>>. Acesso em: 05 de novembro de 2011.
- COELHO, Fábio Ulhôa. **Manual de Direito Comercial**. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CORDEIRO FILHO, Ari. Os derivativos e a legislação comparada. In: **Cadernos do CJF**, v. XVI. 1999.
- DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro**. 23. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2007.
- _____. **Tratado teórico e prático dos contratos**. São Paulo: Saraiva, 2007.
- EIZIRIK, Nelson. Negócio Jurídico de “Hedging”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, Nova Série, n. 90, abr./jun. 1993.
- FARHI, M. Derivativos financeiros: *hedge*, especulação ou arbitragem. **Revista Economia e Sociedade**, n. 13, dez. 1999.
- LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os Mercados de Futuros. **Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro**. Nova Série, n. 124. 2001.
- PERIN JUNIOR, Elcio. **O hedging e o contrato de hedge**. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/635/o-hedging-e-o-contrato-de-hedge>>. Acesso em 25 de outubro de 2011.
- RAMOS, Eduardo Lacerda. **Economia Rural**. Salvador: Centro Editorial e Didático da UFBA, 1988.
- RUFINO, José Luís dos Santos. Origem e conceito do agronegócio. **Informe Agropecuário**. Belo Horizonte: Epamig, v. 20, nº 199, jul./ago. 1999.
- SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **Os contratos futuros**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2004.
- SANTOS, José Evaristo. **Dicionário de Derivativos**. São Paulo: Atlas, 1998.
- SILVA, Osmar Inácio. **Introdução ao Estudo da Economia**. Porto Alegre: Sulina, 1978.
- SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos: definições, emprego e risco**. São Paulo: Atlas, 2006.
- SOUZA, Nali de Jesus. **Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Atlas, 2009.
- SOUZA, W. A. **O mercado futuro como instrumento de comercialização para o empresário rural**. Lavras: Escola Superior de Agricultura de Lavras, 1994.
- TROSTER, Roberto Luis; MOCHÓN, Francisco. **Introdução à Economia**. São Paulo: Makron, 1994.