

i

Ibmec

FACULDADE DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS - IBMEC

APRESENTAÇÃO DE TRABALHO
MONOGRÁFICO

**“*PROCTER & GAMBLE VS. BANKERS
TRUST: UM ESTUDO SOBRE CONTRATOS
DERIVATIVOS*”**

JOÃO MANOEL DE LIMA JUNIOR

DIREITO

2008.2

JOÃO MANOEL DE LIMA JUNIOR

*PROCTER & GAMBLE VS. BANKERS TRUST: UM ESTUDO SOBRE CONTRATOS
DERIVATIVOS*

Monografia apresentada ao curso de
Graduação em Direito como requisito
parcial para obtenção do Grau de Bacharel.

Orientador: ANTÔNIO MARCOS DUARTE JÚNIOR

Co-Orientador: JOSÉ EDUARDO COELHO BRANCO JUNQUEIRA FERRAZ

RIO DE JANEIRO (RJ)

12/2008

FOLHA DE APROVAÇÃO

JOÃO MANOEL DE LIMA JUNIOR

**“PROCTER & GAMBLE VS. BANKERS TRUST: UM ESTUDO SOBRE CONTRATOS
DERIVATIVOS”**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Direito da Faculdade de Economia e Finanças Ibmec, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel.

Avaliação:

BANCA EXAMINADORA:

Professor ANTÔNIO MARCOS DUARTE JÚNIOR – Orientador

Professor JOSÉ EDUARDO COELHO BRANCO JUNQUEIRA FERRAZ – Co-orientador

Professor RODRIGO CORTES RONDON – Examinador

Rio de Janeiro, 09 de dezembro de 2008.

Dedicatórias

Cada letra, espaço, ponto ou virgula desta monografia é dedicada às minhas irmãs Josy e Cris, companheiras e amigas insuperáveis e inabaláveis que estiveram, estão e sempre estarão me ajudando, entendendo, apoiando, suportando e, principalmente, aturando(!) sem receber em troca nada além das pequenezas proporcionadas e, ao mesmo tempo, limitadas pelo que meu humilde, simples, singelo e modesto amor fraterno pode oferecer.

Agradecimentos

Aos mestres e, principalmente, inspiradores que foram responsáveis pelo quê de Superior houve no Ensino que recebi em meu bacharelado, os quais, honrosamente, cito: José Eduardo Junqueira Ferraz; Thiago Bottino; Noel Struchiner; Rodrigo Rondon; Dennis Halis; Cíntia Muniz; Carla Marshall; Vinícius Scarpi; José Ribas Vieira e Fabiano Pegurier. Além destes houve apenas ensino, de altíssima qualidade, sem dúvida, mas somente ensino...

Ao meu Orientador Prof. Antônio Marcos Duarte Júnior e ao meu Co-orientador Prof. José Eduardo Junqueira Ferraz, se esta monografia contém algum mérito verdadeiramente Acadêmico é a eles devido, todo o mais, que cabe exclusivamente ao autor, são meras palavras em folhas de papel.

A André Gouveia e Elisete Napoleão, cujo apoio, carinho e amizade sem precedentes transformaram muito da minha antiga necessidade de respostas acadêmicas, intelectuais, pessoais e espirituais em desejo de continuar perguntando. Obrigado!

Aos queridos amigos, futuros Doutores, que em maior ou menor medida tornaram a caminhada diária na faculdade mais agradável, companheira, humana e engraçada (por que não?) André (Alicate), Thiago (Patrick), Vinícius (Cara de dedo), Leonardo (Leozinho Tozzini), Mateus (Anão), Stefan (Macaquito), Lucas (Palestino), Victor (*Caput*) e Fernando (esse passou sem apelido mesmo...). A estes Amigos um grande Abraço de João Manoel, ou melhor, Juanito Andante!

A Ivone Costa e Lênio Aguiar cuja dedicação, atenção, prestatividade e urbanidade foram determinantes na árdua, e vencida, batalha contra os caprichos melindrosos da burocracia, dos formulários azuis, dos *call centers*, dos e-mails e tudo o mais que pôde ser encontrado nas esquinas da vida acadêmico-institucional.

Epígrafe

“A verdadeira luta pelo Direito Público se faz no Direito Privado”

-- Excerto do livro “A Luta Pelo Direito”, de Rudolf Von Jhering

Sumário

Dedicatórias.....	iv
Agradecimentos.....	v
Epígrafe.....	vi
Sumário.....	vii
Resumo.....	viii
Abstract.....	ix
Introdução.....	1
1 O Desenvolvimento do Mercado de Derivativos.....	5
1.1 Considerações Iniciais e Contextualização.....	5
1.1.1 <i>Metallgesellschaft AG</i>	8
1.1.2 <i>Barings Bank</i>	9
1.1.3 <i>Unilever Superannual Fund</i>	9
1.2 Finalidade dos Contratos Derivativos.....	10
2 Descrição dos Contratos.....	12
2.1 <i>5/30 Year Linked Swap</i> (“5s/30s”).....	14
2.2 <i>German Deutschemark Swap</i> (“DM Swap”).....	22
3 Histórico e Considerações Sobre o Processo Judicial.....	25
3.1 Classificação.....	26
3.2 Relato da Situação Processual.....	27
3.3 Alegações da <i>Procter & Gamble</i>	28
3.4 Alegações do <i>Bankers Trust</i>	32
3.5 Questões Jurídicas em Discussão.....	34
3.6 Decisão Judicial.....	34
3.7 Fundamento da Decisão.....	35
4 Releitura do Caso Sob a Ótica Jurídica Nacional.....	48
4.1 Natureza Jurídica dos Contratos Derivativos de Balcão.....	49
4.2 Deveres Fiduciários do Banco em Contratos Derivativos de Balcão.....	52
4.3 Aplicação do Princípio da Boa-Fé Objetiva nos Contratos Derivativos de Balcão.....	57
Conclusão.....	61
Referências Bibliográficas.....	64

Resumo

O mercado de derivativos, onde são negociados os instrumentos financeiros cujo valor é derivado de um ativo referência, tem experimentado nos últimos anos um significativo crescimento em sua importância no mercado financeiro brasileiro. No entanto, essa importância crescente em volume de negócios, pode resultar em futuras disputas judiciais, as quais são comuns em países onde a realização destes contratos é mais difundida, como Estados Unidos – EUA e Inglaterra.

Neste estudo optou-se perquirir alguns dos principais aspectos jurídicos destes instrumentos por meio da análise de um caso paradigmático (*Leading Case*). Esta escolha se mostrou profícua, principalmente, devido ao fato de que empreender estudos de casos concretos permite retirar importantes lições teóricas sem que, com isso, perca-se de vista a pragmaticidade destas lições. Sendo assim, trata a presente monografia do processo judicial Nº C-1-94-735, Julgado em 1996 pela *United States Court of Appeals for the 6th Circuit – Southern District of Ohio*; onde Litigaram: *The Procter & Gamble Company*, como Parte Autora, e *Bankers Trust Company* e *BT Securities Corporation*, como Réus-Litisconsortes. À partir do estudo do citado *leading case*, espera-se chegar à possíveis conclusões sobre como alguns aspectos importantes dos contratos derivativos não padronizados poderiam ser tratados à luz do ordenamento jurídico pátrio.

Abstract

The derivatives market, where are traded financial instruments whose value is derived from a reference security, has experienced a significant growth in its importance under Brazilian financial market in recent years. However, this growing importance may result in future legal disputes, which are already common in countries where these contracts are more usual as the United States of America - U.S.A. and England, for instance.

It was chosen in this paper to study some of the legal key aspects of these financial instruments by means of analyzing one Leading Case. This choice seemed fruitful mainly due the fact that study leading cases allows to reach important theoretical lessons without lose its pragmatism side. Therefore, this paper is focused in the judicial process No. C-1-94-735, *The Procter & Gamble Company, Plaintiff, versus Bankers Trust Company and BT Securities Corporation, Defendants*, decided in 1996 by the United States Court of Appeals for the 6th Circuit - Southern District of Ohio. At last, the goal of this paper is to make some achievements about how some over-the-counter derivatives contracts could be treated under Brazilian Law having as starting point the analysis of this leading case.

Introdução

As constantes inovações em engenharia financeira e a popularização destas soluções pelas instituições financeiras, inclusive no mercado de capitais brasileiro, torna imperativo que se considere o possível incremento no número de ações judiciais envolvendo contratos derivativos. Uma vez que estes contratos, não raro, são os instrumentos jurídico-econômicos para materialização destas inovações. A utilização destes instrumentos financeiros, já bastante utilizados em outras jurisdições, está em franca expansão no Brasil, de forma que é preciso, então, verificar-se o quanto o sistema legal e jurisdicional pátrio estão preparados para recepcionar e dar as lides que aqui se originarem um tratamento correto tanto do ponto de vista jurídico quanto do econômico e, principalmente, adequado ao contexto empresarial brasileiro.

Deve-se esta necessidade de verificação, mormente, ao fato de que muito do que no Brasil se legisla e interpreta acerca de mercado de capitais e valores mobiliários é fortemente influenciado pela prática internacional sem que se considerem as particularidades do contexto empresarial e negocial pátrio.

Nesta linha, manifestou-se o eminente doutrinador Modesto Carvalhosa, para quem o tratamento legal brasileiro conferido às companhias e, conseqüentemente, ao mercado de

valores mobiliários e capitais é “praticamente uma transcrição das leis societárias e do mercado societário norte-americanos” (CARVALHOSA: 2003). O que, conforme pensamento de Eros Roberto Grau estaria de acordo com um traço característico da cultura jurídica pátria, qual seja “a açodada transposição de institutos e teorias, de um para outro direito” (GRAU *et al*: 2005).

No entanto, o mero transplante de teorias e institutos jurídicos sem maiores esforços de adaptá-los às “*particularidades do nosso mercado e do nosso sistema jurídico*” (GRAU *et al*: 2005) pode não se mostrar uma saída bem aventurada; tendo em vista que pode levar a distorções na interpretação e aplicação prática destes institutos. Tais distorções ocorreriam não apenas pelas diferenças sócio-econômicas entre os países cujos ordenamentos jurídicos orientam a formulação e aplicação do direito no Brasil (principalmente EUA, no caso dos mercados de valores mobiliários e de capitais), mas, precipuamente, pelas diferenças entre os sistemas jurídicos consuetudinário, adotado nos EUA e na Inglaterra, e romano-germânico, adotado no Brasil e parte da Europa.

Sendo assim, acredita-se que para um correto tratamento, sob a luz do ordenamento jurídico pátrio, do mercado de derivativos é imperioso que, em um primeiro momento, se estude os institutos jurídico-contratuais desenvolvidos no exterior aplicáveis à este mercado e, em seguida, que se procedam as necessárias adaptação e conformação destes institutos às possibilidades e viabilidades jurídicas locais.

A abordagem proposta acima, se adotada por operadores do direito defronte à questões jurídicas envolvendo contratos de derivativos, também se mostra hábil para diminuir o que se pode chamar de “risco de aplicação da lei” (ZENO: 2007). De modo que, segundo este autor,

“quando o sistema legal de um país apresenta qualidade de aplicação da lei, as empresas e os indivíduos apresentam uma menor incerteza jurídica, o que reduz o risco legal”.

Dito isso, é possível esclarecer o objetivo central deste trabalho monográfico; qual seja, identificar alguns dos principais institutos jurídicos mencionados e problematizados no caso em estudo e verificar suas possibilidades de conformação ao sistema legal brasileiro. Buscando, assim, esclarecer, em alguma medida, como complexos contratos de derivativos não padronizados poderiam ser interpretados quando analisados sob a luz do ordenamento jurídico brasileiro.

A justificativa para o presente trabalho se funda na crescente demanda por soluções jurídicas capazes de abranger as incessantes inovações financeiras das últimas décadas sem, contudo, comprometer a segurança jurídica e a viabilidade econômica na negociação com derivativos no Brasil.

Considerando o pouco tempo em que contratos derivativos são negociados no Brasil é preciso que sejam estudados os aspectos jurídicos destes contratos. Tendo em vista que o aumento do volume, quantidade e complexidade das negociações com derivativos poderá significar um aumento no número de demandas judiciais que envolvam estes instrumentos, desde o mero descumprimento do contrato até seus mais minuciosos aspectos jurídicos.

Conforme já mencionado, o método adotado para o desenvolvimento da presente monografia foi o estudo de caso paradigmático. Para este estudo foi adotada a estrutura para análise de casos jurídicos proposta no livro *Méthodes d'exercices juridiques* (BROS *et al*: 2007), pois esta estrutura se mostra capaz de permitir o desenvolvimento de um estudo de caso suficientemente denso sem, contudo, comprometer a objetividade pretendida. Nesta estrutura

de estudo de caso, deve-se seguir os seguintes passos: 1) Descrição dos Fatos; 2) Classificação Jurídica; 3) Relato da Situação Processual, 4) Indicação da Pretensão das partes; 5) Identificação das Questões Jurídicas em discussão 6) Descrição da Decisão Judicial e seus fundamentos; 7) Apontar os principais argumentos jurídicos extraídos do caso, que os autores do mencionado livro chamam de “idéias-força”; e 8) Tecer breves comentários acerca do caso, da decisão judicial ou das questões jurídicas em discussão.

Por conseguinte, cumpre esclarecer que o caso *Procter & Gamble vs. Bankers Trust* foi escolhido como objeto de estudo porque a sentença judicial nele proferida é considerada um marco em termos de manifestação judicial sobre vastos aspectos dos contratos derivativos.

A monografia será subdividida em quatro capítulos, os quais versaram sobre: 1) considerações iniciais e contextualização; 2) descrição dos contratos firmados entre as partes que originaram a lide; 3) histórico e considerações sobre o processo judicial; e 4) releitura do caso sob a ótica jurídica nacional, com o intuito de retirar do estudo de caso empreendido lições úteis à elaboração e interpretação destes contratos e adaptá-las, quando necessário, à ordem legal pátria.

1 O Desenvolvimento do Mercado de Derivativos

1.1 Considerações Iniciais e Contextualização

O presente trabalho tem por escopo estudar algumas das principais questões jurídicas pertinentes aos contratos firmados nos mercados de derivativos. Faz-se necessário empreender tal estudo tendo em vista a ausência de análises jurídicas destas modalidades contratuais na doutrina contratual brasileira. Esta lacuna demonstra que apesar de o mercado de instrumentos derivativos ter experimentado, nos últimos anos, um aumento significativo em importância no Brasil, são quase inexistentes os estudos jurídicos sobre a elaboração destes contratos ou, mesmo, sobre suas potenciais conseqüências jurídicas (ou jurisdicionais). O presente trabalho monográfico não pretende, tampouco poderia pretender, esgotar o assunto, mas sim servir como um breve e, espera-se, profícuo intróio ao tema.

A década de 1990 foi marcada por inúmeros casos emblemáticos envolvendo a negociação de instrumentos derivativos tanto em seus aspectos positivos quanto negativos. Esta grande quantidade de casos deu-se, nomeadamente, pelo alto grau de inovação financeira observada no mesmo período, tendo a engenharia financeira praticada por bancos e empresas aumentado, significativamente, em complexidade e sofisticação. Faz-se mister informar, como exemplo desta sofisticação, o desenvolvimento das *Leveraged Derivative Transactions*

– (LDT) e as *Highly Leveraged Transactions*. Este grau de inovação financeira permitiu(e) que diversas corporações gerenciassem(em) de maneira eficaz sua exposição aos riscos intrínsecos à atividade empresarial.

No entanto, concomitantemente ao desenvolvimento de novíssimas soluções financeiras, faz-se necessário que se criem novas soluções jurídicas e/ou que se amplie a abrangência dos conceitos jurídicos existentes para que sejam capazes de atender às incessantes e mutáveis necessidades econômico-sociais.

Esta ampliação do alcance dos conceitos jurídicos que, sobremaneira, precedem aos conceitos da Teoria das Finanças dá-se ora por inovações legislativas ora por manifestações jurisdicionais na decisão de casos concretos.

Sendo esta, portanto, a razão pela qual se escolheu como objeto do presente trabalho monográfico a análise do caso *Procter & Gamble vs. Bankers Trust*. Pois este, dentre todos os casos paradigmáticos ocorridos na supra mencionada década foi importante tanto no que se refere à complexidade dos instrumentos derivativos quanto ao debate jurídico que nele teve lugar. Considerando a multiplicidade de efeitos e conseqüências jurídicas advindas dos negócios realizados entre as partes antes e depois da propositura da ação judicial. Para os propósitos deste trabalho, consideram-se àqueles como sendo resultados imediatos e previstos pelas partes do processo e estas como sendo desdobramentos inesperados e independentes do comportamento das partes contratantes.

O caso em tela envolveu a negociação de dois swaps alavancados (*leveraged swaps*) – conhecidos como “*5s/30s Swap*” e “*DM Swap*” – entre a *Procter & Gamble* e o *Bankers Trust*

contratados no biênio 1993/1994, cujo descumprimento deu origem ao processo judicial n.º C-1-94-735 na Corte Federal de Apelações para o 6º Distrito dos EUA.

À guisa de melhor ilustrar o caso acima exposto, cabe informar que, dadas as peculiaridades do *5s/30s Swap*, alguns autores o classificam como sendo um “Derivativo Bizarro” (HULL: 2005) e que neste caso foi proferida a primeira decisão judicial abordando questões jurídicas centrais sobre contratos derivativos não padronizados (“Derivativos de Balcão” ou *Over-The-Counter Derivatives*). Tais como, a natureza jurídica dos *swaps*, a capacidade de ser parte em um contrato desta natureza e nível de complexidade, os conflitos entre as legislações estaduais sobre mercados de capitais – Estado de Ohio, no caso – (*Blue Sky Laws*) e a legislação Federal Estadunidense, principalmente o *Securities Act de 1933* e o *Securities Exchange Act de 1934*, possíveis deveres fiduciários do banco, aplicação do princípio da boa-fé objetiva, de honestidade e do dever de prestar informações.

Uma vez esclarecidos os propósitos e fundamentos do presente trabalho monográfico, pode-se estabelecer uma contextualização do período em que foram conclusos os negócios sob análise. Tal contextualização é necessária para que se identifique a relevância do estudo, mormente quando é considerada a grande quantidade de negociações envolvendo instrumentos derivativos que resultaram em complicações para as empresas que neles ingressaram.

Neste intento serão tecidas concisas descrições de outros negócios, realizados no mesmo período dos contratos objeto deste estudo que, também envolveram grandes corporações e significativas quantias em prejuízos potenciais e/ou efetivos.

Sendo assim, destacam-se os seguintes casos:

1.1.1 *Metallgesellschaft AG*

Segundo Digenan *et al.* (2008) o *Metallgesellschaft AG* (“MG”) era, em 1993, um grande conglomerado industrial alemão detentor de subsidiárias atuantes no mercado de refino e comercialização de derivados de petróleo nos EUA, estas empresas compunham seu *Energy Group*.

Ainda segundo este autor, em dezembro de 1993 o MG registrou perdas da ordem de US\$ 1,5 bilhão, oriundas de contratos futuros realizados por uma empresa deste Grupo, a *MG Refining and Marketing Inc.* (MGRM). Nestes contratos, firmados em 1992, a MGRM se obrigava pelos próximos dez anos a realizar vendas mensais de barris de petróleo a preços pré-fixados na data de assinatura dos contratos.

Todavia, após um período inicial favorável à MGRM a movimentação dos preços do petróleo na *New York Mercantile Exchange* – NYMEX, combinada com a política de proteção (*hedge*) adotada pela MGRM, se mostraram totalmente prejudiciais à empresa, o que resultou nos prejuízos anunciados pelo MG em dezembro de 1993.

Insta informar, ainda, que este caso deu origem a uma disputa judicial entre a Companhia e o Gestor responsável pela assinatura dos contratos futuros, qual seja: “*W. Arthur Benson vs. Metallgesellschaft Corp. et. Al*”, Ação Cível N°. JFM-94-484; Julgado pela *U.S. District Court for the District of Maryland*.

1.1.2 *Barings Bank*

Conforme Duarte Júnior (2005), este *leading case*, ocorrido em 1995, terminou com o Banco *Barings* – até então fiel depositário de parte da riqueza pessoal da monarquia britânica e com 233 anos de existência – sendo vendido ao preço simbólico de uma Libra esterlina ao grupo holandês *Internationale Nederlanden Group* (ING).

Informa este autor, ainda, que antes do completo colapso do banco foram anunciados pela imprensa britânica prejuízos somando US\$ 1,3 bilhão de dólares e no desenrolar dos eventos o operador responsável pelas perdas foi condenado a seis anos e meio de prisão em Cingapura. Sendo este o país onde foram efetuadas as fatídicas operações envolvendo contratos futuros no mercado asiático de derivativos. Mais especificamente, nas bolsas de derivativos de Cingapura e Osaka (Japão).

Nestas operações, o operador do banco responsável pelos mercados asiáticos posicionou o *Barings Bank* em vários contratos derivativos, sendo que a posição principal era de US\$ 7 bilhões de dólares em contratos futuros sobre o índice do mercado acionário japonês Nikkei 225. Esta exposição provocou os severos prejuízos que levaram o banco à falência quando o mercado acionário japonês (medido pelo índice *spot* Nikkei 225) teve uma queda de 15% nos dois primeiros meses de 1995 (DUARTE JUNIOR: 2005).

1.1.3 *Unilever Superannual Fund*

Ocorrido na Inglaterra em 2001, ocasião em que o fundo de pensão dos funcionários da Unilever PLC, uma multinacional produtora de bens de consumo, ingressou na justiça contra a gestora do fundo pelos baixos rendimentos da carteira do fundo no período entre 1996 e

1998. O Fundo exigiu judicialmente a reparação pelos prejuízos no total de £130 milhões de libras esterlinas (PEROLD *et al.*: 2002).

Este *leading case* é emblemático por ter sido a primeira vez em que uma gestora de fundos de investimento inglesa foi acusada de negligência pelos resultados abaixo do esperado (*underperformance*) nos investimentos do fundo e, principalmente, pela política de gestão de riscos adotada na gestão da carteira de investimentos do fundo.

Nos anos em que teve resultados financeiros insatisfatórios, o fundo era gerido pela Mercury Asset Management, a qual foi posteriormente adquirida pela Merrill Lynch.

Em 6 de dezembro de 2001, apenas 28 dias após a propositura da ação, as partes assinaram um acordo extra-judicial cujo valor não foi revelado. Todavia, segundo Perold *et al.* (2002), acredita-se que tenha sido no valor de £70 milhões de libras esterlinas.

1.2 Finalidade dos Contratos Derivativos

Diante da contextualização empreendida, é correto supor que as negociações com derivativos que resultaram em vultosos prejuízos para instituições, financeiras ou não, em meados da década de 1990 tiveram potencial para disseminar um elevado risco sistêmico no mercado de derivativos. O que, não obstante, poderia comprometer tanto a viabilidade econômica quanto a sustentabilidade jurídica desta modalidade negocial.

Todavia, ao contrário do que muitos estudiosos do desenvolvimento dos mercados financeiros poderiam prever na época em que os casos citados ocorreram, o mencionado potencial não se concretizou. Razão pela qual as negociações com derivativos são, hoje, de assaz importância

no mercado financeiro. Exercendo os derivativos, segundo Oliveira *et al.* (2005), sua finalidade principal de fornecer proteção contra movimentos adversos do mercado; Além do que podem os instrumentos derivativos ser utilizados para obtenção de lucros com distorções momentâneas nos mercados ou com o objetivo de especulação.

O último ponto relevante a ser abordado nestas considerações iniciais consiste em uma apresentação mais esmiuçada do *Bankers Trust*, instituição financeira que além de ter participado do caso objeto deste estudo teve uma participação significativa no mercado de derivativos na década de 1990. Tanto por ter inovado em engenharia financeira quanto por ter figurado em diversos outros casos que resultaram em prejuízos aos clientes do banco. Sendo que diversos destes casos resultaram em ações judiciais ou procedimentos administrativos no âmbito da *Securities Exchange Commission* – SEC e da *Commodity Futures Trading Commission* – CFTC contra o *Bankers Trust*.

O *Bankers Trust*, criado em 1903, era, segundo Thackray *et al.*, o 17º maior banco de investimento dos EUA, no momento em que os contratos com a *Procter & Gamble* foram assinados. Nesta época o Banco já havia optado por manter o foco das suas operações como banco de investimento, fornecendo aos seus clientes empréstimos, gestão de investimentos, negociação com títulos públicos e *corporate finance*. Outro dado importante é que segundo Moffett *et al.* (2005) parte substancial de seus ganhos (31%) no ano de 1993 se deu na negociação de derivativos. Cabe, ainda, informar que o *Bankers Trust* no momento em que firmou os contratos com a P&G ocupava a primeira posição no ranking de qualidade do serviço prestado no mercado de derivativos elaborado pela *Treasure & Risk Management Magazine* (LOOMIS: 1995).

2 Descrição dos Contratos

Em primeiro lugar, cumpre destacar que todas as informações, fórmulas e levantamento de dados contidas neste capítulo, salvo onde expressamente indicado, foram retiradas de “*Procter & Gamble versus Bankers Trust: Caveat Emptor*”, estudo de caso realizado em 2005 para a *Thunderbird, The Garvin School of International Management*, pelos professores Michael H. Moffett e Barbara S. Pettit.

Para o correto entendimento do caso judicial em análise, é necessário, *prima facie*, empreender um estudo sobre os contratos firmados pelas partes – *Procter & Gamble* e *Bankers Trust*, os quais doravante serão denominados, respectivamente, “P&G” e “BT”. Serão descritas, ainda, suas respectivas ações e supostas intenções desde a fase de negociação dos contratos até os seus eventuais descumprimentos.

Tal análise é necessária para que se possa correlacionar o que de fato aconteceu antes, durante e após a vigência dos contratos, culminando com o tratamento jurisdicional que estes receberam da *United States Court of Appeals for the 6th Circuit*, bem como para tentar identificar o que as partes objetivavam ao ingressar nos contratos em questão.

A P&G em 1993 ocupava a 12ª posição entre as maiores companhias americanas e oferecia aos seus consumidores aproximadamente 300 produtos diferentes. Essa posição assegurava a

P&G uma renda anual com vendas de US\$ 30 bilhões de dólares. Outro ponto que merece destaque é o fato de a P&G orgulhar-se da “prudência” e “cuidado” com que conduzia seus negócios, afirmando, ainda, que somente se utilizava de instrumentos financeiros para reduzir seus riscos quanto a flutuações em taxas de juros e câmbio em suas operações. Estas duas companhias mantinham um relacionamento antigo, que se iniciara em 1966, tendo o BT, desde então, se tornado um dos principais consultores de investimentos da P&G.

Todavia, as operações com derivativos complexos só tiveram início ao final do ano de 1992, quando o *BT Securities Corporation*, uma companhia subsidiária integral do *Bankers Trust Company*, estreitou seu relacionamento com a sede da P&G, na cidade de *Cincinnati – Ohio*.

Contudo, cabe informar que o primeiro contrato firmado após esta aproximação foi um derivativo envolvendo pesos mexicanos e o sucesso desta operação determinou a assinatura de um contrato que serviria de base para eventuais operações subseqüentes (*Master Agreement*).

A assinatura do contrato supra mencionado, que chamava-se *Interest Rate and Currency Exchage Agreement*, se deu em 20 de janeiro 1993. Este contrato teve como objetivo estabelecer os direitos e obrigações gerais a serem seguidos nas futuras operações com derivativos que viessem a ser contratados pelas as partes. Estes futuros contratos, por sua vez, deveriam se ocupar apenas do detalhamento das operações e do estabelecimento de regras específicas de cada operação, uma vez que as regras gerais que norteariam o relacionamento entre as partes já teriam sido previamente estabelecidas. Esta forma de regular o relacionamento dos contratantes é bastante utilizada, pois confere maior celeridade às futuras negociações.

Dentre estas regras gerais se encontram, por exemplo, a escolha do foro e da legislação aplicáveis, declarações quanto a capacidade e idoneidade das partes, definição de termos aplicáveis aos contratos, condições para eventuais distrato, aditamento, regras de interpretação das cláusulas contratuais e possibilidades de oferecimento de garantias as obrigações. Normalmente, para este tipo de contrato se utilizam os contratos padronizados da *International Swap & Derivatives Association, Inc – ISDA*.

A partir da assinatura deste contrato, efetivada em janeiro de 1993, a P&G firmou com o BT diversos contratos objetivando a troca de rentabilidades e risco, os contratos de *swap*, estes contratos variavam desde simples *Plain Vanilla Swaps* até *Leveraged Swaps* altamente complexos e customizados. Sendo, justamente, dois deste último tipo que deram origem a disputa judicial que ora se analisa.

2.1 5/30 Year Linked Swap (“5s/30s”)

Em Outubro de 1993 estava próximo do termo final (data de maturidade) um *swap* no qual a P&G recebia uma taxa de juros pré-fixada (“taxa fixa”) e pagava uma taxa de juros pós-fixada (“taxa flutuante”) igual àquela que anteriormente se obrigara a pagar por meio da emissão de uma nota promissória comercial (*commercial paper – CP*) em favor do BT subtraída de 40 pontos-base (*base points*), logo, CP – 40bps. Tendo em vista o término próximo desta situação, a P&G procurou o BT para realizar um novo contrato de *swap*, o qual deveria manter as obrigações de pagamento e exposição a riscos da empresa no mesmo patamar.

Segundo o estudo de caso que serve de referencial teórico ao presente capítulo, a P&G buscava com este novo *swap* ter dívidas em taxa fixa convertidas para taxa flutuante sem ter como consequência um alto nível de risco para a companhia.

Em resposta a demanda da P&G, o BT enviou no dia 4 de outubro de 1993 documentos onde propunha três *swaps* para que a P&G escolhesse livremente o que melhor lhe aprouvesse. Ainda nestes documentos o banco afirmava acreditar que estas alternativas se adequavam aos objetivos da P&G tanto de taxas quanto de exposição à risco.

Contratos de *swap*, conforme John Hull (2005), são acordos entre duas companhias para trocar fluxos de caixa no futuro; o acordo define as datas em que os fluxos de caixa serão pagos e de que forma serão calculados, em geral, o cálculo dos fluxos de caixa envolve os valores futuros de uma ou mais variáveis de mercado.

As opções disponibilizadas pelo BT consistiam em um *Plain Vanilla* (forma mais simples de *swap*) e dois *Swaps* customizados de propriedade do Banco. Os quais são abaixo pormenorizados:

1.Plain Vanilla Fixed Swap vs. Commercial Paper (CP)

Neste *Swap*, de 5 anos de duração, a P&G pagaria a média da variação do CP de 30 dias e receberia 4,85% em uma base SAB.

2. Fixed /Floating Swap with Imbedded Gap Cap

Neste *swap* a P&G pagaria, também por 5 anos, a média da variação do CP de 30 dias e receberia no primeiro ano 4,85% + 17,5 bps (=5,025%) e nos anos remanescentes deveria receber a mesma taxa subtraída de um *spread*, a ser definido no dia 10/05/94, que seria de 0% se a taxa Libor de 6 meses (6ML) estivesse nesta data menor ou igual a 4,75% ou de 6ML subtraída de 3,75% se a 6ML estivesse maior do que 4,75%. Lembrado que o valor de face do

swap (valor nocional) seria de US\$ 100 milhões e que o *spread* nunca poderia ser inferior à zero.

3. 5/30 Year Linked Swap (“5s/30s”)

Neste Swap, que também tinha um valor nocional de US\$ 100 milhões e duração de 5 anos, a P&G receberia 4,85% acrescido de 0,75% (=5,60%) e também pagaria a média da variação do CP de 30 dias no primeiro ano, enquanto que nos demais pagaria a mesma taxa acrescida de um *spread*, que mais uma vez não poderia ser menor do que zero.

Este *spread* deveria ser calculado utilizando-se a seguinte fórmula:

$$spread = \frac{99,5 * \frac{5CMT}{5,45\%} - 30TP}{100}$$

Onde: 5CMT = Título do Tesouro Americano de Maturidade de 5 anos

30TP = Título do Tesouro Americano de Maturidade de 30 anos

De acordo com o já referido estudo, a P&G rejeitou as duas primeiras opções por considerá-las muito arriscadas, porém se interessou pelo 5s/30s *Linked Treasury Swap*; o qual permitiria

que ela pagasse uma taxa flutuante cuja variação estaria indexada à variação nas taxas de juros do Tesouro Americano de médio e longo prazos.

Tendo a P&G manifestado interesse pelo 5s/30s as negociações entre ela e o BT prosseguiram. Desta feita, foi enviado um comunicado do banco à companhia no dia 25 de Outubro de 1993, onde o BT atualizava os valores do *swap*, devido a um aumento nas taxas de juros, e enviava uma projeção para o aumento das taxas de juros para os *swaps* com 5 anos de maturidade.

Ainda neste comunicado o BT modifica alguns detalhes do acordo. São eles: 1) A P&G receberia a taxa de mercado de 4,98% e 2) pagaria na primeira data de liquidação (que seria semestral) do contrato a média da variação do CP subtraído de 75 bps; já nos períodos subsequentes a P&G deveria acrescer aos seus pagamentos um *spread* (que não poderia ser menor que zero). O qual deveria ser calculado segundo a fórmula:

$$spread = \frac{99,25 * \frac{5CMT}{5,54\%} - 30TP}{100}$$

No mesmo documento o BT afirma que a P&G estaria, de fato: 1) Lançando uma opção de venda no preço do Título do Tesouro Americano de 30 anos; 2) O *spread*, neste caso, representaria a restituição que a P&G deveria fazer caso o valor da opção subisse nos seis meses subsequentes à assinatura do contrato; 3) O valor da opção estaria definido em US\$ 99,25 e indexado tanto à taxa de juros do Título do Tesouro Americano de 5 anos quanto ao preço do Título do Tesouro Americano de Maturidade de 30 anos.

Após as negociações por meio eletrônico, telefônico e reuniões a P&G aceitou os termos do *5s/30s Swap*, o qual foi contratado em 4 de novembro de 1993. Neste contrato convencionou-se que o *spread* a ser cobrado pelo BT seria estipulado seis meses após a assinatura do contrato; de forma que somente em 4 de maio de 1994 este valor seria conhecido pelas partes. No entanto, a P&G durante toda negociação se mostrou incomodada com os primeiros 6 meses do contrato, dado que até a data acordada para o ajuste do *spread* a empresa estaria exposta ao risco de descobrir, em 4 de maio de 1994, que suas obrigações de pagamento geradas pelo *5s/30s Swap* estivessem significativamente distantes do valor inicialmente almejado de CP – 40 bps, o que poderia levar a empresa a ter resultados negativos no contrato.

Todavia, a despeito de ter manifestado tal preocupação, a P&G não se esquivou da assinatura do contrato na forma como lhe foi proposta e negociada com o banco. Que, por sua vez, lhe informara que se fosse necessário poderia ser fixada uma taxa (*lock-in*), antes da data inicialmente definida, com o intuito de limitar possíveis perdas excessivas da P&G. Lembrando que nas comunicações enviadas pelo BT à companhia tal possibilidade estava sempre relacionada a cenários de estabilidade nas taxas de juros ou, ainda, se estas mantivessem uma pequena variação. Faz-se mister salientar que esta possibilidade, se restou acordada entre as partes, não constou no texto do contrato firmado pela P&G.

A avença, aceita pela P&G após consulta a outros agentes financeiros sobre as expectativas para as taxas de juros, tinha o seguinte teor:

Valor Nocial: US\$ 200.000.000,00

Liquidação: Semestral

Data Inicial: 4 de Novembro de 1993

Data de Maturidade: 4 de Novembro de 1998

Data de Cálculo do Spread: 4 de Maio de 1994

Pagamentos BT: 5,30% sobre o valor nominal

Pagamentos P&G: 1º - Média da taxa do CP de 30 Dias – 0,75 bps; 2º ao 10º - Média da taxa do CP–0,75 bps + *Spread*

Equação para cálculo do *spread*:

$$spread = \frac{98,5 * \frac{5CMT}{5,78\%} - 30TP}{100}$$

Onde: 5CMT = Título do Tesouro Americano de Maturidade de 5 anos

30TP = Título do Tesouro Americano de Maturidade de 30 anos

Nota: O *spread* nunca poderia ser inferior a 0.

Importante ressaltar que, sob esta fórmula, o valor do *spread* seria bastante sensível a flutuações na taxa de juros do Título do Tesouro Americano de 5 anos, uma vez que cada 1% de variação na taxa de juros deste título significaria uma alteração diretamente proporcional

de 17,04% no *spread* calculado, e cada alteração de 1% no preço do Título do Tesouro Americano de 30 anos causaria uma alteração inversamente proporcional de 1% neste *spread*.

Após a assinatura do contrato, as partes mantiveram contato regularmente e seguiram acompanhando as variações nas taxas de juros, que se mantiveram relativamente estáveis durante os primeiros dois meses da vigência do contrato.

Conforme Srivastava (1998), foi com base neste acompanhamento *ex post* a assinatura do contrato que as partes o submeteram a um aditamento, em 25 de janeiro de 1994, por meio do qual alterou-se a data combinada para o cálculo do *spread* para 19 de maio de 1994 (dois dias após a data agendada para a reunião do *Federal Reserve Board* – FED daquele mês), assim como altero-se o desconto de 75 bps no valor a ser pago pela P&G na primeira data de liquidação para 88 bps.

No entanto, a referida estabilidade não se manteve após 4 de fevereiro de 1994, ocasião em que o FED determinou o aumento, em 0,25 %, das taxas de juros. Sendo que este foi apenas o primeiro dos sucessivos aumentos das taxas de juros entre os meses de fevereiro e maio de 1994, os quais interferiram substancialmente no curso do contrato.

Dando continuidade ao acompanhamento do valor do contrato entre a data da assinatura e a data prevista para a definição do *spread* BT e P&G conversaram constante e basicamente sobre a eventual possibilidade de as partes estabelecerem antecipadamente a taxa a ser paga pela P&G. Uma vez que a fixação de tal valor acabaria com a exposição da companhia às variações das taxas de juros.

Sendo assim, em 22 de fevereiro de 1994, a P&G foi informada pelo BT que se a companhia desejasse poderia limitar sua exposição às taxas de juros adotando uma taxa de CP + 450 bps. Porém, neste mesmo comunicado, o banco informa que, se as taxas de juros caíssem ou se estabilizassem dali para frente, a P&G poderia, no dia 4 de maio de 1994, conseguir uma taxa de CP -75 bps com a aplicação da fórmula mencionada. Caso esta hipótese se confirmasse a P&G pagaria o mínimo que se comprometera no âmbito do 5s/30s *Swap*. Todavia, esta hipótese não se confirmou, as taxas de juros continuaram aumentando e os prejuízos da P&G foram agravados.

No dia 1º de março de 1994, a P&G recebeu um memorando do BT contendo uma tabela de sensibilidade do *swap* e apresentando uma taxa caso a P&G quisesse antecipar para aquele dia a definição de sua obrigação segundo os termos do contrato. Esta taxa seria, então, de CP + 844 bps. No mesmo memorando, o banco também informou acreditar que seria uma decisão prudente a P&G aceitar uma taxa superior à do CP como forma de limitar a sua exposição ao risco de mais aumentos nas taxas de juros.

Importante ressaltar que a linha de raciocínio manifestada pelo BT no memorando do dia 1º de março de 1994 não foi adotada pela P&G que, por sua vez, ainda acreditava na possibilidade de redução das taxas de juros a que estava exposta à época.

As previsões da P&G, mais uma vez, não se confirmaram. Haja vista que nos dias seguintes ao memorando a companhia começou a considerar as possibilidades de sair do contrato, liquidando sua posição, como meio de reduzir suas perdas ou, ao menos, tentar limitar o seu crescimento. Esta saída teve início em 10 de março daquele ano, quando a P&G efetuou a liquidação de US\$ 50 milhões de dólares do contrato por uma taxa de CP + 1055 bps.

No dia seguinte, o BT entrou em contato com a empresa com o intuito de, naquele dia, acordar uma nova operação de liquidação do *5s/30s Swap*, opção esta que não foi aceita pela companhia que, mais uma vez, decidiu esperar por possíveis mudanças no mercado que lhe fossem favoráveis.

A P&G apenas prosseguiu com a liquidação de sua posição no contrato no dia 14 de março, por meio da liquidação de outros US\$ 50 milhões. Todavia, como as taxas continuaram a subir, esta segunda liquidação foi efetivada a uma taxa de CP + 1198 bps.

A derradeira liquidação, do valor nocional restante – US\$ 100 milhões – ocorreu no dia 29 do mesmo mês a uma taxa de CP + 1697 bps, pondo, antecipadamente, um fim ao contrato. A média ponderada das diferentes taxas aplicadas à P&G nas três liquidações foi de 14,12% somadas à média da taxa de juros do *Commercial Paper* nos últimos seis meses. Após estas liquidações, teve fim a exposição da P&G tanto às variações das taxas de juros quanto ao *5s/30s Swap*.

2.2 German Deutschemark Swap (“DM Swap”)

Segundo Loomis *et al.* (1995), a P&G e o BT também tiveram um conflito de interesses em um outro contrato de *swap* regulado pelo mesmo *Master Agreement* que o *5s/30s Swap*, o *DM Swap*. Este segundo contrato, firmado em 14 de fevereiro de 1994, apenas 10 dias após o primeiro aumento nas taxas de juros determinado pelo FED, tratava-se de outro “*swap* alavancado”, ou seja, mais um *swap* cujos valores a serem pagos, por ambas ou apenas uma das partes, não refletiriam apenas as variações das taxas de juros, mas sim um montante a ser calculado com base em uma equação, taxas de juros e outras pré-condições. Todavia, é

importante ressaltar que as negociações do *DM Swap* ocorreram enquanto a P&G já havia começado a auferir prejuízos no *5s/30s Swap* devido às seguidas elevações nas taxas de juros.

Em que pese a ausência de maiores detalhes sobre este contrato na bibliografia consultada, é cediço que este contrato possuía um valor nominal de aproximadamente US\$ 93 milhões e maturidade em 4 3/4 anos (LOOMIS *et al*: 1995).

Segundo este autor, neste *swap* a P&G, ainda motivada por sua convicção de que as taxas de juros cairiam, deveria pagar ao BT no primeiro ano do contrato uma taxa flutuante de juros acrescida de 133 bps, ao passo que o BT deveria, neste período, pagar à P&G a mesma taxa acrescida de 233 bps. Tal arranjo garantiria à P&G um prêmio de 100 bps, 1%, portanto, sobre o valor nominal do *swap*.

A situação descrita no parágrafo anterior somente perduraria no primeiro ano do contrato, pois daí em diante deveria ser adicionado aos pagamentos da P&G um *spread* a ser ajustado em 16 de janeiro de 1995, ou seja, onze meses após o início do *swap*. Insta informar que a data para início dos efeitos do contrato adotada pelas partes foi o dia 16 de fevereiro de 1994, ou seja, dois dias após a data da assinatura do contrato e que o *spread* somente seria devido se a taxa de juros flutuante a que estava indexado o *swap – four-year DM swap rate* – tivesse sido maior que 6,01% ou menor que 4,05% em qualquer dia entre 16 de janeiro de 1994 e 16 de janeiro de 1995. Esta taxa no momento da assinatura do contrato estava em 5,35% (MCLAUGHLIN: 2005).

Sendo assim, se a condição acima descrita fosse atendida, no dia 16 de janeiro de 1995 a P&G adicionaria a seus pagamentos um *spread*, o qual seria calculado com base na seguinte equação:

$$\text{spread} = 10 * (\text{4-Year DM Swap Rate} - 4,50\%)$$

Onde: 4 – *Year DM swap rate* era a taxa baseada na cotação de mercado do marco alemão.

Segundo McLaughlin (2005) ao entrar em um *swap* com estas características o que a P&G efetivamente fez foi “lançar duas opções: uma de compra pagável se as taxas do *DM swap* subissem acima de 6,01% e uma de venda pagável se estas taxas caíssem abaixo de 4,05%.

Da mesma forma como ocorreu com as taxas do *5s/30s Swap* a taxa a qual se indexava o *DM Swap* também experimentou um aumento acentuado logo no início da vigência do contrato, o que rapidamente fez com que as posições assumidas pela P&G no *DM Swap* se tornassem desvantajosas para a companhia. Desta feita, bastaram 16 dias para que a taxa do *DM Swap* saísse da faixa pré-estabelecida, chamada pelo BT de “*Wedding Band*”, e a P&G começasse a ter prejuízos em ambos os contratos firmados com o BT, o que mais uma vez a levou, em 11 de abril de 1994, à liquidação antecipada de sua posição no contrato à guisa de limitar suas perdas.

Nesta mesma data também foi enviado um comunicado do BT a P&G sobre os custos em que a empresa incorreria se tivesse fixado uma taxa uma determinada taxa de juros para o *5s/30s Swap* em diversas datas diferentes. Neste comunicado fica claro que em nenhum momento durante a vigência do *DM Swap* a P&G teria fixado uma taxa de juros sem suportar prejuízos. No dia seguinte, 12 de abril de 1994, a P&G fez uma declaração pública onde afirmava ter sofrido prejuízos que totalizavam US\$ 195 milhões nos dois contratos firmados com o BT (LOOMIS *et al*: 1995).

3 Histórico e Considerações Sobre o Processo Judicial

Uma vez explicitado o desenrolar dos eventos desde a fase de negociação dos contratos até o seu descumprimento, será abordado o estudo do processo judicial propriamente dito, ou seja, da Ação Cível N° C-1-94-735 envolvendo a P&G e o BT. Logo, deve-se recordar que a subdivisão do estudo do processo judicial abaixo adotada é a proposta no livro *Méthodes de Exercices Juridiques* (BROS *et al*: 2007), que, como já mencionado, serviu de base conceitual para o desenvolvimento da análise do caso.

O presente capítulo, conforme já mencionado, se desenvolverá da seguinte maneira: Primeiro, far-se-á uma Classificação, ou Qualificação, cujo foco é identificar o regime jurídico aplicável ao caso; em segundo lugar será empreendido um relato da situação processual, onde será descrita a história judiciária do caso; terceiro, este tópico cuidará da identificação e separação das questões jurídicas em discussão e, por fim, será exposta a decisão judicial em comento seguida de seus fundamentos.

Por último, deve-se informar que todas as informações sobre o processo judicial, sobre as alegações das partes e sobre a decisão do caso contidas neste capítulo da monografia foram retiradas da decisão judicial n.º 925 F. Supp. 1270 publicada em 05 de maio de 1996,

proferida pelo juiz John Feikens, nos autos do processo C-1-94-735 que tramitou na *United States Court of Appeals for the 6th Circuit – Southern District of Ohio*, EUA.

3.1 Classificação

De início, diz-se que tal classificação é importante, pois consiste em um corte metodológico que permite identificar de antemão em qual ambiente normativo se situa a lide em estudo. Em outras palavras, identificam-se as regras e princípios atinentes à lide em questão, bem como o grau hierárquico de cada um destes dispositivos.

Legislação federal estadunidense

Seção 17 do *Securities Act* de 1933. Dispõe sobre fraudes praticadas em negociações de que gerem efeitos em mais de um estado americano.

Seção 10(b) e Artigo 10b-5 do *Securities Exchange Act* de 1934. Tutelam as praticas capazes de fazer incidir outrem uma contraparte na negociação com valores mobiliários em erro.

Seções 4b e 4o do *Commodity Exchange Act*. Dispõem sobre fraudes, declarações falsas e práticas enganosas ou desleais (*deceptive trade practices*) na negociação de *commodities*.

Legislação do estado de Ohio – *Ohio Revised Code*

Seções 1707.41, 1707.42 e 1707.44; dispõem, respectivamente, sobre responsabilidade civil do vendedor por fraude, responsabilidade civil do consultor de investimentos e práticas proibidas na venda de valores mobiliários.

Regulamentação administrativa da CFTC

Parágrafo 32.9 do Título 17 do *Code of Federal Regulations* - CFR (Regulamentações da *Commodity Futures Trading Commission*). Dispõe sobre fraudes praticadas na negociação de opções sobre *commodities*.

Princípios

Da boa-fé objetiva e honestidade (*good faith and honesty*) e da transparência (*full disclosure*).

3.2 Relato da Situação Processual

De plano, é importante ressaltar que este processo permaneceu aproximadamente dois anos em suas fase postulatória e instrutória. Portanto, ao contrário do que à primeira vista se depreende quando é considerado apenas o seu tempo de duração, este processo permaneceu todo o tempo na primeira instância, sendo a instrução conduzida pelo juiz John Feikens. Posto isso, citar-se-á abaixo algumas de suas principais movimentações:

- § Dia 27/10/1994 a P&G distribui o processo na Corte de Apelações para o 6º Circuito;
- § Dia 17/11/1994 o BT apresenta sua contestação;
- § Dia 06/02/1995 a P&G faz a 1º emenda à sua petição inicial para a inclusão do DM *Swap* no processo;
- § Dia 03/10/1995 a P&G faz a 2º emenda à sua petição inicial para a inclusão das alegações fundamentadas nas legislações de mercados de capitais e de *commodities*;

§ Dia 26/02/1996 o BT se manifesta pedindo que o juízo não conheça dos pedidos adicionados pela P&G em sua 2º emenda à exordial, no dia 03/10/1995; e

§ Dia 09/05/1996 Data da publicação da decisão judicial

3.3 Alegações da *Procter & Gamble*

A P&G alegou que tanto o 5s/30s quanto o DM *Swap* seriam valores mobiliários (*securities*) e, portanto, deveriam ser aplicadas as punições previstas na legislação federal – *Securities Act*, *Securities Exchange Act* e *Commodity Exchange Act*, estadual – *Ohio Revised Code* e as previstas pela CFTC, Seção 17 do *Code of Federal Regulations*.

Tratar-se-á abaixo, de forma pormenorizada, de cada alegação:

1. O 5s/30s e o DM *Swap* se enquadrariam na definição de valor mobiliário prevista na Seção 2(a)(1) do *Securities Act* de 1933. Segundo a P&G estes contratos seriam:

a. Contratos de investimento

Os *swaps* em tela seriam contratos de investimento, pois segundo a companhia haveria investimento quando:

- i. um investidor comprometeu seus recursos de tal maneira que esta sujeito à perdas financeiras;
- ii. existe acordo para realizar futuros pagamentos;

- iii. trata-se, nos contratos de *swap* firmados, de um empreendimento comum, pois combinado-se os *swaps* do caso aos outros contratos da carteira de derivativos do banco, poder-se-ia dizer que aqueles serviam como capital para suporte das operações com derivativos do BT; e
- iv. BT utilizaria suas vendas para equalizar todas as transações de seus clientes. Sendo assim os preços para desfazimento do negócio (*unwind*) refletiriam todo o risco do portfólio de derivativos do banco.

A P&G alegou também que seus lucros nos *swaps* consistiam em redução do pagamento de taxas de juros e ela esperava obter lucro com os esforços do BT em estruturar e monitorar os contratos.

b. Notas Comerciais

- i. Segundo a P&G o 5s/30s e o DM *Swap* seriam notas comerciais, pois as partes assumiram obrigações de pagamentos que constituíam notas comerciais bilaterais ou eram funcionalmente equivalente à notas.

c. Comprovantes de dívida

- i. Para a P&G os *swaps* do caso seriam comprovantes de dívida, pois o 5s/30s e o DM *Swap* continham promessas de pagamento e comprovavam dívidas (obrigações futuras de pagar juros sobre o valor principal) entre as contrapartes.

d. Opções referentes à valores mobiliários;

i. O *5s/30s swap* tinha o valor definido pela *5-Year Treasury Note* e pelo *30-Year Treasury Bond*, que são, claramente, valores mobiliários, por isso seria este contrato também um *security*. Defendia, ainda, que este *swap* poderia ser dividido em duas partes: 1) um *plain vanilla swap* e 2) uma opção de venda no preço do *30-Year Treasury Bond* embutida (*embedded option*), cujo valor dependeria da taxa de juros do *5-Year Treasury Note* ao final de seis meses da data de assinatura do contrato.

Obs.: a P&G não incluiu o *DM Swap* nesta categoria, pois este era ligado a cotação da moeda estrangeira, o que segundo o *Securities Act* de 1933 não pode ser caracterizado como valor mobiliário.

e. Instrumentos Comumente Conhecidos Como Valores Mobiliários

- i. Segundo a P&G, os contratos seriam valores mobiliários porque instrumentos derivativos são comumente conhecidos e transacionados como *securities* no mercado de valores mobiliários e considerados como *securities* pela SEC.
2. O *DM Swap* seria um valor mobiliário previsto na legislação do Estado de Ohio, pois esta expressamente determina que um título referenciado à qualquer moeda estrangeira é um valor mobiliário.
3. O *5s/30s* e o *DM Swap* seriam contratos futuros para efeitos de aplicação das punições previstas no *Commodity Exchange Act*.
4. À guisa de configurar a violação das seções 4b e 4o do *Commodity Exchange Act*, a P&G, respectivamente, alegou que os conselhos e avisos feitos pelo BT seriam promessas de

que o banco utilizaria sua experiência, sofisticação e *expertise* na defesa dos interesses de seus clientes na complexa área dos derivativos e que o BT teria agido como seu consultor de investimentos (*commodity trading advisor*).

5. Alegou negligência e prestação de informações falsas (*negligent misrepresentation*), fundamentando estas acusações nas regras de responsabilidade civil por más práticas profissionais por parte do BT.
6. A P&G sustentou que a relação entre ela e o BT tinha natureza fiduciária, por tratar-se de um relacionamento antigo no qual a empresa acreditava que o BT monitoraria e cuidaria dos interesses e necessidades da empresa concernentes aos contratos, houve divulgação de informações confidenciais ao BT e havia confiança na *expertise* do BT no trato com derivativos. Desta feita a P&G, alegou que o banco não teria observado seus deveres fiduciários nos contratos firmados com a empresa.
7. Alegou a P&G que o BT ao lidar com os *swaps* deste caso violou o artigo 32.9 da Seção 17 do *Code of Federal Regulations*. Que, por sua vez, tipifica fraude na negociação de opções em *commodities*.
8. A P&G defendeu a tese de que o BT se utilizou de práticas negociais enganosas, previstas na Legislação do Estado de Ohio.
9. Por fim, pediu a P&G que o BT fosse condenado a pagar multa por perdas e danos (*punitive damage*), custas processuais e honorários advocatícios.

3.4 Alegações do *Bankers Trust*

O banco concentrou sua defesa em afastar a aplicação das legislações federais estadunidenses, tanto as de mercado de valores mobiliários quanto a que trata de *commodities* e contratos futuros. Com relação àquelas, defendeu sua inaplicabilidade com base na alegação de que os contratos em epígrafe não seriam valores mobiliários.

Suas principais alegações foram:

a. Contratos de Investimento;

1. O 5s/30s e o DM *Swap* não poderiam ser caracterizados como contratos de investimento, haja vista que:
 - i. nenhuma parte contratante investiu dinheiro, tendo apenas acordado em trocar fluxos de pagamento futuros;
 - ii. os *swaps* não envolviam investimento em um empreendimento comum, pois este tipo de investimento pressupõe a união de recursos para aplicação em um único projeto ou empreitada (*common venture*); e
 - iii. qualquer ganho obtido por alguma parte nestes contratos não adviria do esforço gerencial ou empreendedor de outrem (o que segundo construção jurisprudencial estadunidense é necessário para que se possa configurar a presença do elemento “lucro”), mas sim da variação nas taxas de juros americanas e alemã.

b. Notas;

Afirmou o BT que os contratos de *swap* aqui tratados não poderiam ser considerados notas comerciais, pois não envolviam, em nenhum momento, troca do valor principal (valor nominal) dos *swaps*.

c. Opções referentes à valores mobiliários;

O BT alegou que *swaps* do caso não seriam opções porque:

- i. nenhuma contraparte teria direito a ser proprietária dos valores mobiliários usados como referência;
 - ii. embora ambos os *swaps* tivessem termos que funcionavam como opções, eles não eram opções pois nenhuma das partes poderia exercer o direito de comprar ou vender determinado título; e
 - iii. as funcionalidades que nos contratos se assemelhavam à opções (*option-like features*) estavam nos cálculos dos *spreads*. Sendo que estes, por sua vez, têm natureza acessória aos contratos de *swaps*; desta forma a natureza jurídica destas opções não atingiria os contratos principais de *swap*.
2. Com relação à aplicação do *Commodity Exchange Act*, afirmou o BT que o 5s/30s e o DM *Swap* não seriam contratos futuros e que as disposições antifraude desta lei não poderiam ser alegadas em favor da P&G, posto que o BT não agiu em nome da P&G ou em garantia dos interesses desta empresa. Segundo o BT, sua atuação foi como uma contraparte independente em contratos bilaterais, comutativos em relações puramente comerciais (*arm's length basis*).

3.5 Questões Jurídicas em Discussão

O caso sob estudo pode ser analisado sob diversas matizes e pontos de vista diferentes, tendo em vista que desde a negociação dos contratos de *swap* até o término do processo judicial diversas foram as questões jurídicas suscitadas. No entanto, com o intuito de manter a objetividade e a concisão que devem permear um trabalho monográfico escolheu-se por delimitar o estudo às três questões jurídicas nodais cujo desdobramento tem influência sobre a existência, validade e eficácia dos contratos. São elas:

- § identificar se contratos de *swaps* de balcão cujos termos sejam complexos, customizados e altamente específicos, têm ou não natureza jurídica de valores mobiliários;
- § saber se bancos tem deveres fiduciários para com suas contrapartes nestes contratos ou se nesta esfera contratual as partes agem de maneira independente e em sentidos opostos entre si, não havendo dever do banco de defender os interesses de sua contraparte; e
- § estudar a aplicação dos princípios da boa-fé objetiva (*good faith*), de honestidade (*fair dealing*) e de transparência (*full disclosure*) em contratos de *swap* de balcão. Modalidade contratual onde, em tese, há assimetria de informações e de nível de sofisticação técnica ou econômica entre as partes.

3.6 Decisão Judicial

Em sua decisão, proferida em 08 de maio de 1996, o Juiz John Feikens não conheceu dos pedidos fundamentados na legislação, federal e estadual, americana de mercado de valores

mobiliários – *Securities Act* de 1933, *Securities Exchange Act* de 1934 e *Ohio Revised Code*; também não conheceu àqueles atinentes a aplicação do *Commodity Exchange Act*; tampouco conheceu as relativas à aplicação da Seção 17 do *Code of Federal Regulations*.

No que tange aos pedidos de descumprimento de deveres fiduciários o juiz decidiu que o BT não os teria para com P&G.

Decidiu, ainda, que a relação comercial existente entre o BT e a P&G não deu a esta última o direito de agir com base em alegações de negligência e prestação de informações falsas.

Decidiu que a P&G não conseguiu provar cabalmente a fraude alegada, portanto julgou ser impossível condenar o BT por fraude sem que tenha sido produzida nos autos uma prova peremptória de que tal fraude tenha ocorrido.

Considerou o juiz que, com base no *Master Agreement* assinado pelas partes, o BT tem o dever de prestar todas as informações relevantes para a tomada de decisão de sua contraparte.

Por último, decidiu que o BT, segundo a legislação aplicável ao contrato – do estado de Nova York – tem o dever de proceder com boa-fé (*good faith*) e honestidade (*fair dealing*) tanto na fase das tratativas quanto na execução dos contratos.

3.7 Fundamento da Decisão

O juízo considerou que para descobrir se os contratos de *swap* que não se enquadram totalmente nas definições legais são, ou não, valores mobiliários é necessário que estes sejam submetidos à exegese empregada pela Suprema Corte Americana. Desta forma, acreditou o

jugador ser possível identificar se os *swaps* do presente caso são valores mobiliários ou *commodities* ou, ainda, se não se enquadram em nenhuma destas duas definições. Nesta última hipótese, tratar-se-iam então de contratos cíveis isentos de regulação específica.

Posto isso, ilustram-se, abaixo, as razões expostas pelo juízo que serviram de fundamentação para sua decisão, *supra*. São elas:

1. Após analisar o texto da Seção 2(a)(1) do *Securities Act* de 1933, entendeu o juízo que os *swaps* (5s/30s e DM *Swap*) não se coadunavam com a definição de valor mobiliário prevista naquela lei, afastando, com isso, as possibilidades levantadas pela P&G. Sendo assim, veja-se:

a. Contratos de Investimento

Afirmou o magistrado que a legislação de mercado de valores mobiliários americana define um contrato de investimento como sendo aquele onde pessoas investem dinheiro em um empreendimento comum. Considerou o juiz que esta definição também está de acordo com o entendimento da Suprema Corte Americana. O magistrado corroborou sua posição citando a emblemática decisão proferida pela Suprema Corte Americana no caso, julgado em 1946, *SEC vs. W. J. Howey & Co.* Segundo esta decisão, que definiu os parâmetros que passaram a ser utilizados nos EUA para identificação de um contrato de investimento, um contrato de investimento é:

an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others.

Desta feita, para que os *swaps* em tela pudessem ser considerados contratos de investimento lhes faltou atender a um critério essencial, o caráter de empreendimento comum, na forma do *Howey Test*. Em outras palavras, a P&G não reuniu dinheiro com nenhuma outra companhia em um mesmo empreendimento. Portanto, os demais contratantes do banco não podem ser reunidos indistintamente sob a insígnia de estarem investindo em um empreendimento comum, que seria a carteira de derivativos gerida pelo banco. Mencionou, ainda, que o BT não estava *in casu* gerindo recursos para a P&G e que os valores dos contratos não dependia de esforços gerenciais do banco, mas sim de livres flutuações de mercado.

b. Notas Comerciais

O juiz, com base no caso *Sanderson v. Roethenmund*, 682 F. Supp. 205, 206 (S.D. N.Y. 1988), decidiu que os *swaps* tratados no caso não eram notas comerciais para efeitos de aplicação do *Securities Act* de 1933, uma vez que nestes contratos nenhuma das partes tinha a obrigação de pagar o valor principal acrescido de juros.

Ainda neste tópico, perquiriu o decididor se existiria alguma “semelhança de família” (*family resemblance*) entre os contratos pactuados e as notas comerciais que estão fora do âmbito de aplicação do *Securities Act* de 1933. Neste esforço hermenêutico, o juiz utilizou-se dos critérios definidos em 1990 pela Corte Federal Americana de Apelações para o 2º Circuito no julgamento do Caso *Reves vs. Ernest Young*.

Devendo-se informar que a Suprema Corte Americana também adotou estes critérios em seus julgamentos, razão pela qual os mesmos passariam a ser conhecidos como *Reves Test*. Para aplicação deste teste deve-se identificar:

- 1) a motivação das partes (comprador e vendedor do título) na operação, se foi de investimento ou comercial; Sendo naquele caso considerada um valor mobiliário e neste não;
- 2) se o instrumento é amplamente distribuído para investimento ou especulação;
- 3) as expectativas razoáveis do público investidor; e
- 4) se os contratos estão sujeitos a alguma regulação específica que reduza seu risco e torna desnecessária a aplicação do *Securities Act*.

Ao ponderar sobre cada um dos itens acima, o juiz decidiu que:

- 1) no caso em apreço a posição das partes é de difícil conceituação, pois nenhuma exerce as funções típicas de comprador e vendedor de um dado título. Sendo assim, entendeu o juiz que a motivação do BT era receber uma comissão e honorários, enquanto que a motivação da P&G teria dois elementos característicos, um explícito – diminuir seus custos de financiamento, reduzindo as taxas de juros de suas dívidas – e um “elemento de especulação”, implícito, fundado nas suas expectativas de que as taxas de juros se movimentariam da maneira que lhe favorecesse. Por conta disso, concluiu o juiz que estes objetivos eram comerciais, não se adequando à definição de valor mobiliário pelo primeiro critério do *Reves Test*.
- 2) Em alusão ao segundo critério o juiz concluiu que o 5s/30s e o DM *Swap* eram customizados para satisfazer as necessidades da P&G e não faziam parte de nenhuma

oferta pública de valores mobiliários, portanto não poderiam ser negociados com outras empresas. O que os tornava inacessíveis ao mercado secundário.

- 3) O julgador afastou, de plano, a possibilidade de os *swaps* do caso se enquadrarem no terceiro critério; pois o 5s/30s e o *DM Swap* não foram negociados em nenhum mercado organizado, seja bursátil ou de balcão, de forma que não houve qualquer percepção do público investidor sobre eles. Continuou, afirmando que a P&G sabia que estes contratos não eram registráveis em nenhum órgão regulador e somente considerou que estes contratos seriam valores mobiliários após a publicação da decisão da SEC no caso *Gibbson Greetings vs. BT Securities* (processo administrativo sancionador no qual a SEC aplicou multa ao BT pelos prejuízos sofridos pela *Gibbson Greetings* em um contrato semelhante ao 5s/30s *Swap*).

- 4) Ao ponderar sobre o quarto critério, o juiz considerou que a regulação do mercado bancário vigente naquele momento – *Office of the Comptroller of Currency (OCC) – Banking Circular 277, Risk Management of Financial Derivatives* e *OCC Bulletin 94-31, Questions and Answers for BC-277: Risk Management of Financial Derivatives*; e do FED – *Federal Reserve Board Supervisory Letter SR 93-69, Examining Risk Management and Internal Controls for Trading Activities of Banking Organizations* – servia para proteger os bancos e seus acionistas dos riscos de crédito e falência, mas não poderiam ser utilizadas como uma proteção ampla às contrapartes dos bancos em contratos derivativos. Por fim, concluiu o juiz que os *swaps* em tela atendiam a este último critério; embora tenha considerado que atender apenas este critério não foi suficiente para que o 5s/30s e o *DM Swap* pudessem ser caracterizados como notas comerciais, para efeitos de aplicação do *Securities Act* de 1933.

c. Comprovantes de Dívida

Manifestou-se o juiz no sentido de que o método aplicável para verificar se os contratos objeto do presente caso seriam comprovantes de dívida é o mesmo utilizado para as notas comerciais. Em outras palavras, para que o 5s/30s e o DM *Swap* fossem comprovantes de dívida deveria estar presente a necessidade de pagamento de principal e juros. Como apenas os juros seriam devidos na forma dos contratos do caso, afirmou o juiz que estes contratos não constituiriam comprovantes de dívida, lembrando que segundo o magistrado, em contratos de *swap* não há o pagamento de principal.

d. Opções Referentes à Valores Mobiliários;

O juiz concluiu que os contratos firmados entre a P&G e o BT não eram opções em valores mobiliários tampouco opções cujos valores são baseados em valores de valores mobiliários; pois, ao contrário do que ocorre nas opções, não houve nestes contratos o direito de compra ou venda sendo transacionado. Ponderou ainda que mesmo sendo o 5s/30s *Swap* referenciado a títulos públicos emitidos pelo governo americano, faltar-lhe-ia um elemento essencial das opções, qual seja, o “direito de exercício da opção”, já que a liquidação dos fluxos de pagamentos em contratos de *swap* é obrigatória e não facultativa.

e. Instrumentos Comumente Conhecidos Como Valores Mobiliários.

Segundo o juiz, a definição de valor mobiliário prevista na Seção 2(a)(1) do *Securities Act* de 1933 atinge facilmente os valores mobiliários típicos e padronizados. Porém, não impede que outros menos usuais, ou inovadores sejam incluídos no âmbito de aplicação desta lei, bastando, para tanto, que passem pelo crivo do *Howey Test*. O qual, segundo a Suprema Corte

Americana, é o teste hábil para determinar se um determinado instrumento financeiro é um valor mobiliário.

No entanto, afirmou o juiz que os contratos de *swap* sobre os quais versou a lide em estudo não passaram neste teste, haja vista que não houve empreendimento comum. Além disso, destacou o juiz que a P&G apenas aditou sua peça vestibular para incluir no caso as alegações de que o 5s/30s e o DM *Swap* tinham natureza jurídica de valores mobiliários em janeiro de 1995, ou seja, após as decisões da SEC e da CFTC no caso *Gibbson Greetings vs. BT Securities*, ao passo que as alegações iniciais de fraude foram feitas em abril de 1994. Esse fato, segundo o magistrado, demonstrou que a P&G não acreditava, inicialmente, estar negociando com valores mobiliários, pois se assim o fizesse teria incluído estas alegações desde a distribuição do processo.

2. O juiz utilizou-se de dois fundamentos para afastar todas as acusações da P&G fulcradas na legislação de mercado de capitais do Estado de Ohio. São eles:

- a. apesar de as leis do Estado de Ohio serem mais abrangentes e definirem *securities* em termos menos específicos do que os previstos na legislação federal, também há no *Ohio Revised Code* a exigência do elemento “empreendimento comum” para que se configure um valor mobiliário. Este elemento, todavia, já tinha sido descaracterizado quando o juiz afirmou que a P&G, não investiu em uma comunhão de recursos para financiar as operações do BT;
- b. por conseguinte, afirmou o juiz que o *Interest Rate and Currency Exchange Agreement*, contrato padronizado desenvolvido pela ISDA firmado pelas

partes determinava que as obrigações e direitos dele decorrentes ser regidas pela Lei do estado de Nova York.

3. Sobre as alegações com base no *Commodity Exchange Act*, o juiz primeiramente considerou que até o dia 19 de janeiro de 1996 a CFTC não tinha se manifestado definitivamente acerca da natureza de *commodities* dos *swaps*. Afirmou isso após citar um ofício da CFTC enviado ao Congresso Americano naquela data que explicitaria a indefinição no entendimento daquela Comissão. Todavia, concluiu o juiz que esta definição não geraria efeitos práticos no caso em tela, tendo em vista que os *swaps* aqui tratados estariam exceptos da aplicação do *Commodity Exchange Act*, pois atendiam os requisitos para incluírem-se na *swaps exemption* prevista nesta lei.

Conforme o próprio texto desta lei a possibilidade de excepcionar-se um determinado *swap* da aplicação do *Commodity Exchange Act* restaria configurada quando:

- a. fosse o contrato considerado como de *swap* (conforme parâmetros do artigo 35.1(b) da Seção 17 do CFR)
- b. atenda o *swap* os critérios previstos no artigo 35.2 da Seção 17 do CFR. A saber:
 - i. as partes do *swap* tenham capacidade e legitimidade para ser parte em contrato desta natureza;
 - ii. o *swap* não pode ser de um tipo, ou classe, padronizado e fungível em seus termos contratuais econômicos e materiais;

- iii. a capacidade de crédito (*creditworthiness*) seja uma consideração material das partes ao entrar no contrato; e
- iv. o *swap* não seja passível de negociação em qualquer mercado de bolsa ou de balcão organizado.

O juiz levou em consideração estes quatro critérios, manifestando-se sobre eles, respectivamente, da seguinte maneira:

- a. tanto o BT quanto a P&G seriam partes capazes de realizar este tipo de contrato, pois o patrimônio de ambas é superior de U\$ 10 milhões, na forma do artigo 35.1(b)(2) do *Code of Federal Regulations*;
- b. os termos dos contratos em questão são personalizados (*custom made*) e, portanto, estes não poderiam ser cedidos à terceiros sem a prévia autorização dos contratantes originários;
- c. considerou que a capacidade de crédito (*creditworthiness*) é uma consideração livre das partes; e
- d. os *swaps* do caso seriam contratos privados não negociados em nenhum mercado bursátil ou de balcão organizado.

Aduziu ainda, ao fato de que a CFTC definiu os contratos de *swap* que não poderiam ser caracterizados como *commodities* ou como contratos futuros para efeitos de aplicação do

Commodity Exchange Act no documento *Policy Statement Concerning Swap Transactions*.

Segundo este documento não seriam *commodities* ou contratos futuros os swaps que:

- a. possuem termos individualizados;
- b. prescindem de um padrão de negociação(*exchange-style offset*);
- c. carecem de uma câmara de liquidação e custódia dos títulos (*clearing house*) ou sistema de margem de garantia; e
- d. só podem ser negociados de forma privada entre as partes; ou seja, sem possibilidade de ser objeto de ofertas públicas de valores mobiliários e inacessíveis ao mercado secundário.

Após considerar o texto dos artigos 35.1 e 35.2 da Seção 17 do CFR o juiz entendeu, finalmente, que o 5s/30s e o DM *Swap* se subsumiam às hipóteses ali previstas, portanto, estavam exceptos da aplicação do *Commodity Exchange Act*. Contudo, mesmo estando exceptos os *swaps* do caso da aplicação do *Commodity Exchange Act*, ser-lhes-iam aplicáveis as regras antifraude previstas nos artigos. 4b e 4o desta lei.

Sendo assim, o juiz concluiu que:

- a. O BT não agiu em defesa dos interesses da P&G, o que descaracterizou uma relação fiduciária entre as partes dos contratos em questão;

- b. cada contraparte agiu em defesa de seus próprios interesses, tornando inaplicável o artigo 4b supramencionado; uma vez que este somente se aplica às relações fiduciárias. Como, por exemplo, a existente entre clientes e corretoras (*customer-broker*).
- c. a questão que deveria ser resolvida para saber se o artigo 4o do *Commodity Exchange Act* poderia ser aplicado ao caso era saber se o BT agiu como consultor de investimentos da P&G. Desta feita, o juiz entendeu que não existia tal relação, pois: 1) a P&G decidiu com base em suas expectativas e conhecimento das condições de mercado (tendo inclusive consultado outras instituições financeiras sobre o comportamento esperado das taxas de juros a qual se expusera) e que esta expectativa, essencial em um contrato de *swap*, não foi baseada nas informações dadas pelo BT; e 2) as informações fornecidas pelo BT, bem como suas percepções de mercado, não tinham o condão de servir como conselhos à empresa.
1. No que tange à violação dos deveres impostos pelo artigo 32.9 (fraude na negociação de opções sobre *commodities*) da Seção 17 do CFR o juiz entendeu que esta regra só poderia ensejar punições na esfera administrativa da CFTC e, por isso, não serviriam de base para o exercício do direito de ação.
 2. Com relação às alegações da P&G de negligência e prestação de informações falsas o juiz se convenceu que segundo a legislação e a jurisprudência do estado de Nova York não haveria possibilidade destas alegações lograrem êxito. Tendo em vista que, para isso, deveria ter havido entre as partes um relacionamento especial de confiança fruto de uma relação anterior ou contínua. Por conseguinte, entendeu que o BT e a

P&G corporações sofisticadas (*sophisticated parties*) cuja relação se dava meramente no âmbito comercial. Logo, concluiu o magistrado que não se configurou entre as partes uma “relação especial” que pudesse fundamentar alegações desta natureza.

3. Entendeu o juiz que o conhecimento superior do BT sobre os mercados de derivativos e taxas de juros não foi suficiente para lhe impor deveres fiduciários para com a P&G. Todavia, o magistrado concluiu que o fato de o banco não ter deveres fiduciários perante a P&G não significa que o BT não teria nenhum dever imanente de sua relação comercial com a empresa segundo o contrato e a legislação do mercado de capitais do estado de Nova York. Sendo assim, os deveres que adstringiam o BT em sua relação com a P&G, no entendimento do juiz John Feikens, eram os seguintes:

- a. conforme a Seção 4 do *Master Agreement* assinado pelas partes o BT teria o dever de prestar todas as informações relevantes para que a pudesse manifestar livremente sua vontade P&G tanto na fase de negociação quanto durante a vigência do contrato. Considerou ainda que este dever também está amparado pela legislação nova yorkina na Seção 1-203 do UCC que o delimita da seguinte maneira:

- i. uma parte tem o dever de prestar informações quando:

1. tem conhecimentos superiores aos de sua contraparte sobre uma determinada situação de fato ou de direito;
2. esta informação não está prontamente disponível para o outro contratante; e

3. a parte que possui a informação sabe que o outro contratante está agindo em erro ou vício de consentimento.

ii. A Seção 1-203 do UCC determina que cada contrato, em sua elaboração e aplicação, impõe às partes contratantes o dever de boa-fé e honestidade.

Apesar do fato de ter sido esta decisão judicial um marco em termos de análise jurídica de contratos derivativos, sua aplicabilidade, ou mesmo correição, não foi efetivamente atestada, uma vez que a referida decisão, conforme Uhlenhop (1998), foi publicada apenas 11 horas e meia após ter sido firmado um acordo extrajudicial entre o BT e a P&G que pôs fim a disputa judicial. Este acordo, em última análise, impediu que os termos da fundamentação do juiz Feikens fossem ratificados ou reformados em sede recursal.

No citado acordo extrajudicial, segundo Thackray *et al.* (1995), a P&G concordou em pagar ao BT US\$ 35 milhões dos 195 milhões de dólares que seriam devidos ao banco nos termos do 5s/30s e do DM *Swap*, bem como teria a empresa dívidas contraídas em outros contratos firmados com o BT perdoadas, as quais variavam entre US\$ 5 milhões e 14 milhões de dólares.

4 Releitura do Caso Sob a Ótica Jurídica Nacional

Tendo sido, até este ponto do trabalho, apontados os principais argumentos apresentados pelas partes e a fundamentação da decisão judicial, pode-se, então, retirar do caso as suas “Idéias-Força” e verificar a possibilidade de adaptação e conciliação de cada uma delas à ordem jurídica brasileira, propósito primeiro deste trabalho monográfico.

Desta feita, para os propósitos da presente monografia, destacam-se as seguintes Idéias-Força que surgiram no transcorrer do estudo do caso PG vs. BT:

- § Contratos de *swap* customizados não têm natureza jurídica de valores mobiliários, o que afastou no caso estudado, ressalte-se, a aplicação das legislações de mercado de capitais americanas;
- § As instituições financeiras não têm deveres fiduciários para com suas contrapartes em contratos deste tipo, não tendo, portanto, o dever de defender os interesses de suas contrapartes;
- § Aplicam-se aos contratos derivativos de balcão os princípios da boa-fé objetiva e honestidade (*good faith and fair dealing*).

Posto isso, analisar-se-á pormenorizadamente a conformação destas Ideais-Força às particularidades do sistema jurídico brasileiro, por meio da aferição da validade destas se confrontadas com a legislação e a doutrina jurídica pátrias; de forma que se esclareçam as suas eventuais (in)compatibilidade e viabilidade de aplicação aos contratos derivativos de balcão firmados no Brasil e regidos sob as leis e regulamentos brasileiros.

4.1 Natureza Jurídica dos Contratos Derivativos de Balcão

Quando o juiz John Feikens concluiu que o 5s/30s e o DM Swap não eram valores mobiliários ele adentrou em ponto deveras debatido envolvendo o mercado de capitais, o que toca a dificuldade em definir se um determinado instrumento financeiro (ações, títulos, contratos etc) tem natureza jurídica de valor mobiliário, ou *security*.

Esta definição é tão importante quanto complicada, pois se por um lado é a partir dela que se define o tratamento jurídico que determinado instrumento receberá, por outro é difícil que se estabeleçam contornos precisos para o alcance do conceito de valor mobiliário. Esta dificuldade encontra-se, dentre outras razões, na pluralidade de títulos, com características substancialmente diferentes entre si, que podem vir a ser considerados como valor mobiliário.

No que tange o regime jurídico aplicável aos instrumentos financeiros analisados é importante esclarecer se tratam-se de relações cíveis, de títulos cambiários ou de valores mobiliários. Esta diferenciação, conforme aponta Eizirik (2008), tem caráter basicamente instrumental, pois demarcara o âmbito de abrangência da regulação estatal específica sobre valores mobiliários. Conferindo, desta feita, as competências regulatória, executiva e judicante sobre o instrumento que for considerado um valor mobiliário ao órgão regulador de mercado (SEC e CFTC, nos EUA, e Comissão de Valores Mobiliários – CVM, no Brasil).

Com relação aos *swaps* do caso P&G vs. BT é preciso destacar que ao não considerá-los como *securities*, ou como *commodities*, o juiz considerou que o 5s/30s e o DM *Swap* não se tinham as características necessárias para que fossem incluídos neste âmbito regulatório específico, o que retirou da P&G a possibilidade de se favorecer das proteções conferidas aos investidores em valores mobiliários. Bem como, ao assim proceder, o juiz rechaçou o fundamento jurídico de grande maioria das alegações da P&G (MARTHINSEN: 2004).

Nos EUA, pelo fato de ter o *Securities Act* de 1933 adotado uma definição bastante abrangente e exemplificativa de valor mobiliário, os “limites conceituais do instituto jurídico da *securiy*”, não ficaram definidos no texto legal e esta tarefa foi deixada a cargo da construção jurisprudencial (EIZIRIK : 2008).

Também merece destaque na *rationale* empregada pelo magistrado o fato de que este ao utilizar em sua exegese os critérios previstos no *Howey Test* e no *Reves Test*, seguiu todos os parâmetros desenvolvidos pela construção jurisprudencial americana para definir se os *swaps* do caso teriam natureza jurídica de valor mobiliário. O que confirma a posição defendida por Eizirik (2008) mencionada no parágrafo anterior. Assim sendo, é correto afirmar que estes limites não podem ser conhecidos somente pela leitura dos textos legais, mas sim com a análise conjunta destes textos com as decisões judiciais e administrativas do órgão regulador de valores mobiliários.

Ainda segundo este autor, no Brasil, a lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, adotou em seu art. 2º o modelo francês; o que significa dizer que no ordenamento jurídico pátrio somente se considerava um determinado instrumento financeiro como valor mobiliário se assim estivesse expressamente previsto em Lei.

No entanto, esta definição estrita foi mitigada no Brasil por conta da necessidade de a legislação brasileira sobre mercados financeiro e de capitais acompanhar as constantes inovações em engenharia financeira desenvolvidas a partir da década de 1990, dentre as quais se encontram os contratos derivativos.

Esta mitigação ocorreu por ocasião da entrada em vigor da Medida Provisória n. 1.637, de 8 de janeiro de 1998, posteriormente convertida nas Leis 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, e 10.303, de 31 de outubro de 2001, que utilizou um conceito abrangente de valores mobiliários baseado no modelo norte-americano. No atual texto do art. 2º da Lei 6385/76 constam os incisos, VII, VIII e IX, incluídos pela lei 10.303/01, cujo texto, transcrito abaixo, é hábil para incluir os contratos derivativos no rol de valores mobiliários:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(Omissis)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Posto isso, resta claro perceber que caso contratos derivativos de balcão com termos tão, ou mais, complexos do que os *swaps* do caso em estudo seriam por força dos citados dispositivos legais considerados como valores mobiliários e seriam alvo da regulação emanada pela CVM e/ou pelo Banco central, quando aplicável, sem prejuízo dos demais dispositivos legais aplicáveis a atividade nos mercados financeiro e de capitais.

Por fim, há que se ressaltar que se no cenário atual os contratos derivativos se encontram sob a regulação da CVM (ou CFTC e SEC, nos EUA) foi justamente em resposta as controvérsias ocorridas nas últimas duas décadas envolvendo contratos derivativos e sua natureza jurídica; com fins de definir corretamente qual o regime jurídico adequado para tutelar esta modalidade contratual.

4.2 Deveres Fiduciários do Banco em Contratos Derivativos de Balcão

Também concluiu o Juiz Feikens que o BT não tinha no 5s/30s e no DM *Swap* qualquer dever fiduciário perante a P&G, o que serviu de fundamento para afastar a aplicação dos pedidos fundamentados nos artigos 4b e 4o do *Commodities Exchange Act*.

Segundo Marthinsen (2004), a conclusão mencionada no parágrafo anterior ocorreu porque o juiz considerou que a P&G tinha um departamento de tesouraria suficientemente desenvolvido que, ao contrário da *Gibson Greetings Inc.*, tinha plena capacidade de entender os contratos que firmara. Lembrando que a P&G utilizou-se em suas alegações de um argumento, aceito pela SEC no caso *Gibson Greetings Inc. vs Bankers Trust*, que o banco era consultor de investimentos da empresa e, por isso, tinha para com esta deveres fiduciários. Pois, conforme Marthinsen (2004) e James (1999), uma responsabilidade fiduciária existe

quando uma parte da relação deposita uma grande confiança em sua contraparte, o que tipicamente acontece na relação entre um investidor e seu consultor de investimentos.

Neste sentido, e fortalecendo o posicionamento do juiz, Marthinsen (2004) afirma que uma prova de que o BT não agiu como consultor de investimentos da P&G foi o fato de a empresa ter se negado a liquidar suas posições nos contratos quando assim o foi recomendado pelo banco, o que segundo este autor demonstra a independência das expectativas de mercado da P&G perante as do BT.

Outro ponto importante a ser destacado do caso é que pelo próprio objeto de um contrato de *swap*, onde uma das partes sempre terá lucro em relação à outra, de acordo com as movimentações das taxas a que se expusera no contrato, fica desatendido um critério necessário à configuração de uma relação fiduciária que é a impossibilidade de o fiduciário obter lucro sobre a posição do fiduciante. Haja vista que tenha o banco, no período da liquidação por diferença, obtido resultado positivo incorrerá sua contraparte em prejuízo.

De todo modo, antes que se possa fazer qualquer releitura sobre o instituto jurídico dos deveres fiduciários deve-se ter como premissa o fato de que o desenvolvimento deste instituto nos países cujo sistema jurídico é de base romano-germânica (*Civil Law*), seguiu um caminho bastante diverso daquele seguido nas jurisdições onde o sistema jurídico é consuetudinário (*Common Law*). Porém, apesar deste desenvolvimento diferente, a dificuldade em se conferir um conteúdo mínimo a estes deveres existe em ambos os sistemas jurídicos. Reside esta dificuldade no fato de tanto o conceito de dever fiduciário quanto o conceito de boa-fé, abaixo tratado, serem conceitos jurídicos indeterminados sendo, portanto, impossível de lhes delimitar o conteúdo de maneira *a priori*.

Neste caso, devem-se observar as circunstâncias de cada caso concreto para que se defina quais atos devem ser praticados pelo fiduciário, naquele caso, para que sua obrigação como fiduciário (*duty of utmost good faith*) seja plenamente atendida. Todavia, o que pode ser dito sobre o dever fiduciário é que este, segundo Pargendler (2006), impõe àqueles que obriga padrões de comportamento (*high standards of behavior*); os quais, por sua vez, diferenciam a relação fiduciária de uma relação contratual comercial, onde apenas são exigíveis os deveres de boa-fé e honestidade.

Conforme entendimento de Simon James (1999), amparado por construção jurisprudencial inglesa, nos países de *Common Law* diz-se que somente existirão deveres fiduciários quando uma das partes de determinada relação jurídica (fiduciário), por circunstâncias de fato ou profissionais, tem para com a outra: 1) lealdade aos interesses do fiduciante; 2) confidencialidade sobre informações recebidas do fiduciante; 3) obrigação de não auferir lucros sobre os interesses do fiduciante; 4) não se colocar em situação de potencial conflito de interesse entre os seus próprios e os do fiduciante.

Importante mencionar que, para o citado autor, os deveres fiduciários não podem ser interpretados extensivamente ou utilizados para aumentar o rol de obrigações contratuais, devendo estes deveres ser exercidos sempre dentro dos limites expressos no contrato. Bem como, uma relação fiduciária geralmente não surge em uma transação meramente comercial (*arm's length commercial transaction*). Diz este autor que neste tipo de relação somente serão exigíveis os deveres de honestidade, de prestar informações, de cuidado (*due care*) e *expertise* (*skill*).

Porém, segundo este autor, em alguns casos excepcionais pode uma parte de uma relação contratual comercial ter deveres fiduciários em relação à outra, no caso de um banco estes

deveres somente surgiriam onde as circunstâncias da relação indiquem que: 1) o banco transmitirá informações mesmo se estas forem contrárias a seus interesses no contrato; 2) os interesses do banco são puramente técnicos ou formais; e 3) o banco demonstra que buscará no contrato promover os interesses de seus clientes e não os seus próprios.

Por outro lado, nos países de tradição jurídica romano-germânica as relações fiduciárias tiveram um tratamento um diverso, sendo que o elemento fidúcia esteve classicamente ligado à idéia de transferência da propriedade de um bem do fiduciante para o fiduciário, que, por sua vez, assume a obrigação de dar ao bem uma destinação específica e posteriormente restituir ao fiduciante o bem alienado após a obtenção do resultado pretendido na avença (CHALHUB : 2006). Na prática comercial destes países esta transferência de propriedade tem função de garantir o adimplemento de determinada obrigação de pagar quantia certa assumida pelo fiduciante, caso por exemplo da alienação fiduciária de bens móveis e imóveis, disciplinadas no Brasil pelos artigos 66 da Lei 4.728, de 14 de julho de 1.965; art. 1.361 da Lei 10.406, de 10 de Janeiro de 2002, o Código Civil, e artigos 22 a 33 da lei 9.514, de 20 de novembro de 1997.

No parágrafo anterior tratou-se da modalidade mais conhecida da *fidúcia* nos países do *civil law*, a *fiducia cum creditore*. Todavia, este instituto, por suas características, não se presta aos propósitos do presente capítulo da monografia, qual seja, reler o caso em estudo sob a ótica jurídica nacional. Para tanto, deve-se considerar uma outra vertente possível de relação fiduciária, o *trust*, que foi recentemente adotado nos países de tradição romano-germânica apesar de ter sido inicialmente desenvolvido no direito anglo saxão.

Segundo Chalhub (2006), no *trust* o ponto principal da relação não é a transferência da propriedade, mas sim os modelos de confiança existentes entre o fiduciante (*cetui qui trust*) e

o fiduciário (*trustee*). Neste modelo a gestão de determinado patrimônio é exercida pelo *trustee* em conta e benefício do fiduciante. Hodiernamente, vê-se este tipo de relação jurídica entre o gestor da carteira de investimentos de determinado fundo de investimento e os cotistas deste fundo, onde o gestor tem, em sua relação fiduciária, a obrigação de defender os interesses dos beneficiários.

No caso em estudo, a P&G arguiu que o BT teria para com ela esta mesma obrigação. Sendo certo que se o juiz tivesse considerado que o BT tinha esta sobredita obrigação, de zelar pelos interesses da P&G, teria atendido um requisito necessário e suficiente para a configuração de uma relação fiduciária. Diz-se isso, principalmente, porque neste caso o BT teria agido como *trustee*, ou como consultor de investimentos, da P&G e, portanto, teria as responsabilidades adicionais inerentes à sua posição contratual de fiduciário. Esta posição, por sua vez, não lhe teria idoneamente permitido expor a P&G aos riscos e prejuízos sofridos no 5s/30s e no DM *Swap* sem que tivesse agido de maneira temerária, negligente ou com descumprimento de seus deveres fiduciários (*breacht of fiduciary duties*).

Na última afirmação do parágrafo anterior vê-se um ponto em comum entre o entendimento das relações fiduciárias nos sistemas jurídicos consuetudinário, do caso, e romano-germânico, do Brasil; haja vista que em ambos os sistemas estas relações tem como fundamento a confiança do fiduciante na capacidade e competência do fiduciário e a lealdade deste aos legítimos interesses contratuais do fiduciante.

4.3 Aplicação do Princípio da Boa-Fé Objetiva nos Contratos Derivativos de Balcão

Com relação ao princípio da boa-fé é importante mencionar que não existem grandes diferenças entre o conteúdo normativo e alcance da “boa-fé” nos países de tradição jurídica anglo-saxônica, caso dos EUA, e em países de tradição jurídica romano-germânica, caso do Brasil.

Esta semelhança se deve, principalmente, à dois fatores: 1) a origem comum do instituto em ambos os sistemas, pois conforme Mariana Pargendler (2006) o princípio da boa-fé foi introduzido na doutrina contratual estadunidense em 1964 por Fredrich Kessler e Edith Fine no artigo “*Culpa in Contrahendo, Bargaining in Good Faith, and Freedom of Contract: A Comparative Study*”, onde estes autores partem de um trabalho de Rudolf Von Jhering (sendo redundante informar a importância deste autor na tradição jurídica romano-germânica) sobre falhas cometidas na fase pré-contratual; bem como em ambos os sistemas jurídicos a boa-fé encontra raízes na *fides* romana; e 2) a imprecisão do termo, sendo o conceito de boa-fé um conceito jurídico indeterminado em ambas as jurisdições estudadas.

Sendo assim, pode-se dizer que tanto o *duty of good faith*, previsto na legislação americana, quanto o princípio de boa-fé objetiva, como se impõe a obrigação de boa-fé no Brasil, impõe aos contratantes o dever de não apenas se abster de praticar atos faltosos ou desleais, mas sim de agir, de praticar atos, em conformidade com padrões éticos em todas as fases contratuais, ou seja, nas fases de negociação, tratativas, e execução do contrato.

Alguns autores defendem, ainda, que a boa-fé irradia seus efeitos até mesmo após o cumprimento da obrigação contratual, podendo-se falar em uma responsabilidade pós-contratual, ou *post factum finitum* (SAMPAIO : 2004).

Todavia, apesar do latente conteúdo moral e ético do princípio da boa-fé objetiva, por ele não significa impor às partes um dever de candura, conforme bem aduziu o eminente juiz e doutrinador Richard Posner no julgamento do caso *Market Street Associates Limited Partnership v. Frey*, mas sim que o dever de boa-fé deve ser considerado como mecanismo de aproximação entre o contrato realizado e o contrato que teria sido realizado se as partes tivessem previsto a situação que levou ao conflito ou evitando que uma das partes se aproveite de um estado de ignorância ou vício de vontade sobre algum elemento essencial do contrato (HOUH : 2008). Neste sentido, traz-se o entendimento manifestado naquela decisão judicial pelo citado Richard Posner:

The concept of the duty of good faith (...) is a stab at approximating the terms the parties would have negotiated had they foreseen the circumstances that have given rise to their dispute

Sendo assim, pode-se dizer que a boa-fé conforme entendida nos EUA e, logo, conforme aplicada pelo juiz John Feikens, tem um caráter mais pragmático do que o que se observa na doutrina jurídica nacional.

Neste ponto, pode-se dizer que há uma circunstancial distinção entre o entendimento da boa-fé na doutrina jurídica americana e a brasileira, pois no Brasil a boa-fé toma feições mais valorativas. Principalmente, quando se considera que o foco da aplicação deste princípio nos EUA está, principalmente, nos efeitos econômicos negativos para as partes em caso de descumprimento das obrigações contratuais (PARGENDLER: 2006).

No caso brasileiro, a boa-fé tem uma carga valorativa mais acentuada, na medida em que aqui este princípio somente foi positivado como regra geral, nos artigos 113, 187 e 422 do Código

Civil de 2002, como uma tentativa de abandono da visão liberal clássica, adotada no Código Civil de 1916, que privilegiava a autonomia da vontade nas relações contratuais, sem que lhes fossem impostos limites éticos (NEGREIROS: 2006).

Feita a devida introdução ao instituto jurídico da boa-fé, pode-se adentrar na decisão do juiz John Feikens, onde este considerou que pelo fato de o *Master Agreement* assinado pelas partes adotar como legislação aplicável a do estado de Nova York, ser-lhes-ia exigível que atendessem aos deveres de boa-fé e honestidade (*good Faith e fair dealing*), previstos na Seção 1-203 do UCC (Seção 1-304, no texto atual).

Este dispositivo, dispõe que a boa-fé e honestidade devem ser seguidos tanto na execução quanto na interpretação dos contratos, estas funções também são admitidas no ordenamento jurídico contratual pátrio, na medida em que aqui também a boa-fé se presta às funções normativa, quanto à função interpretativa (NEGREIROS: 2006).

Em primeiro lugar, cumpre destacar que ao decidir pela aplicabilidade do princípio da boa-fé ao 5s/30s e ao DM *Swap* o juiz incluiu, pela primeira vez naquele país, os negociadores de *swaps* (*swap dealers*) e os contratos de derivativos no âmbito de abrangência do princípio da boa-fé.

Para chegar a tal veredicto precisou o juiz concluir que a BT não forneceu todas as informações essenciais para a P&G, bem como lhe prestou informações errôneas (*material misrepresentation*). Todavia, conforme Marthinsen (2004), em momento algum o juiz definiu quais seriam estas informações essenciais que o BT deveria ter prestado e que teriam um impacto na manifestação de vontade da P&G.

Tal imprecisão por parte do magistrado é questionável na medida em que, conforme demonstrado no segundo capítulo deste trabalho, o BT apresentou à P&G diversas informações que possibilitariam que a empresa soubesse de quanto seria o seu prejuízo caso as taxas de juros não se mantivessem estáveis como ela esperava. Dentre estas informações destacam-se às fórmulas para cálculo do *spread* bancário nos contratos e as tabelas de sensibilidade, que demonstravam como os contratos responderiam em diversos cenários diferentes. O que também contribui para lançar dúvidas sobre a correção desta decisão é o fato de o juiz ter considerado que a P&G tinha um departamento financeiro sofisticado, portanto capaz de interpretar corretamente as informações que lhe foram enviadas pelo BT.

Por outro lado, parte da doutrina, (UHLENHOP: 1998), acredita que a decisão do juiz foi defensável, pois significa que o juiz, chegou a mesma conclusão que chegaria se tivesse considerado que os *swaps* do caso seriam valores mobiliários ou *commodities*, qual seja propugnar que o BT tinha a obrigação de prestar informações (*full disclosure*), de boa-fé (*good faith*) e honestidade (*fair dealing*) perante a P&G.

Conclusão

À guisa de conclusão do presente trabalho monográfico, serão tecidas considerações finais sobre alguns pontos relevantes suscitados após o estudo do caso *Procter & Gamble vs. Bankers Trust*.

O primeiro destes pontos surgiu de uma das questões centrais do caso analisado, pois com base nela o juiz afastou a maioria dos pedidos formulados pela P&G, qual seja, a natureza jurídica dos contratos de *swap*. Deve-se, então, mencionar que atualmente esta discussão se encontra pacificada tanto Brasil quanto nos EUA, onde os contratos de *swap*, independentemente de padronização, são considerados valores mobiliários.

Todavia, com isto não se pretende dizer que o conceito de valor mobiliário tenha se tornado menos desafiador, pois o constante desenvolvimento de soluções financeiras impõe a necessidade de revisão constante deste instituto jurídico para atender às práticas negociais. Um exemplo desta revisão constante da abrangência do conceito de valor mobiliário é o debate, atualmente existente no Brasil, acerca da natureza jurídica de valor mobiliário da Cédula de Crédito Bancário – CCB.

Também merece ser apontado, nesta parte da monografia, um ponto bastante controvertido envolvendo aspectos jurídicos dos contratos derivativos que não foi amplamente debatido no

caso concreto analisado e por esta razão não foi objeto de estudo da presente monografia, o problema da capacidade de ser parte em um contrato de derivativo de balcão com termos complexos.

No caso *Procter & Gamble vs. Bankers Trust* o juiz considerou que ambas as partes eram capazes para firmar o *5s/30s* e o *DM Swap* apenas por atenderem ao requisito financeiro previsto no 35.1(b)(2) do *Code of Federal Regulations*.

O estudo dos requisitos, necessários e suficientes, que uma determinada empresa deve atender para ser considerada parte legítima de um contrato derivativo de balcão com termos complexos é de suma importância, tendo em vista que se trata do atendimento a um requisito de validade do contrato, conforme previsto no inciso I do art. 104 do Código Civil.

Hodiernamente, para que uma empresa possa firmar no Brasil contratos com termos (e pontenciais consequências jurídicas) semelhantes aos contratos do caso P&G vs. BT basta que ela tenha personalidade jurídica, esteja legalmente representada e seja considerada um investidor qualificado nos moldes do art. 109 da Instrução CVM n.º 409, de 18 de agosto de 2004.

Sendo assim, poder-se-iam questionar, em futuros estudos, se bastaria que os critérios mencionados nos dois parágrafos anteriores fossem atendidos para que uma empresa fosse considerada parte legítima para firmar um contrato derivativo de balcão com termos complexos, tais como os do caso estudado. Os quais, por sua vez, possuíam opções embutidas nas fórmulas para cálculo dos *spreads* que a P&G deveria pagar ao BT.

Insta lembrar que parte da doutrina estrangeira (James: 1999) defende que a empresa, além do critério da capacidade financeira, deve atender a outros requisitos para ser parte legítima em um contrato derivativo com estas características. Tais como a adequação do contrato derivativo a área de atuação principal da empresa (*core business*), quantidade de contratos efetuados e nível de sofisticação exigido para a correta compreensão dos termos dos contratos derivativos que a empresa vier a firmar.

Por fim, em que pese a bem-aventurança da presente monografia em atingir seus objetivos de introduzir e instigar o debate acerca dos aspectos jurídicos dos contratos derivativos, acredita-se que à partir dela, posteriores estudos abordarão tais aspectos em suas mais variadas matizes. O que, em última análise, além de servir para buscar respostas aos diversos questionamentos jurídicos que os contratos derivativos impõem, e continuarão impondo, aos operadores e intérpretes do direito pátrio; servirá tanto para tornar a realização de contratos derivativos no mercado financeiro brasileiro mais segura quanto para evitar que empresas recorram ao poder judiciário nacional no intuito de furtarem-se do cumprimento de suas obrigações contratuais.

Referências Bibliográficas

BESSADA, Otávio. (2005) **Mercado de derivativos no Brasil: Conceitos Operações e Estratégias**. São Paulo, Editora Record.

BROS, Sara; GRIGNON-DERENNE, François X. (2007) **Méthodes d'Exercices Juridiques**. Levallois Perret, Editora Éditions Francis Lefebvre.

CARVALHOSA, Modesto, (2003) **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, v. III**. São Paulo, Editora Saraiva.

CHALHUB, Melhim N. (2006) **Negócio Fiduciário**. Rio de Janeiro, Editora Renovar.

CHEW, Lillian. (2003) **Managing Derivative Risks The Use and Abuse of Leverage**. Nova York, Editora John Wiley & Sons.

CORDEIRO FILHO, Ari. (2001) **Swaps: Aspectos Jurídicos, Operacionais e Administrativos**. Rio de Janeiro, Editora Forense Universitária.

DIGENAN, John; FELSON, Dan; KELLY, Robert; WIEMERT, Ann. **Metallgesellschaft AG: A Case Study**. Disponível em: <http://www.prmia.org/pdf/Case_Studies/MG_IIT.pdf>. Data de acesso: 18 de maio de 2008.

DUARTE JÚNIOR, Antônio M. (2005) **Gestão de Riscos para Fundos de Investimento**. São Paulo, Editora Prentice-Hall.

_____. (2003) “A Importância do Gerenciamento de Riscos Corporativos em Bancos” *In: Gestão de Riscos no Brasil*. São Paulo, Editora Financial Consultoria.

DUBEUX, Julio R. (2006) **A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro**. Porto Alegre, Editora Sérgio Antônio Fabris Editor.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos F. (2008) **Mercado de Capitais Regime Jurídico**. São Paulo, Editora Renovar.

FOSTER, Denis. **The State of the Law After Procter & Gamble v. Bankers Trust**. Disponível em: <<http://www.derivativesstrategy.com/magazine/archive/1995-1996/0696col1.asp>>. Data de acesso: 10 de maio de 2008.

GRAU Eros; FORGIONI Paula. (2005) **O Estado, a Empresa e o Contrato**. São Paulo, Editora Malheiros

HOLLAND, Kelley; HIMELSTEIN, Linda; SCHILLER, Zachary. **The Bankers Trust Tapes**. Disponível em: <<http://www.businessweek.com/1995/42/b34461.htm>>. Data de acesso: 03 de abril de 2008.

HORNE, James C. V. (2001) **Financial Market Rates and Flows**. Nova Jersey, Editora Prentice Hall.

HOUH, Emily M.S. **The Doctrine of Good Faith in Contract Law: A (Nearly) Empty Vessel?** Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=622982>. Data de acesso: 06 de novembro de 2008.

HULL, John. (2005) **Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções**. São Paulo, Editora BM&F Brasil.

JAMES, Simon. (1999) **The Law of Derivatives**. Londres, Editora Informa Pub.

LAMEIRA, Valdir J. (2003) **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro, Editora Forense Universitária.

LOOMIS, Carol J.; BARLYN, Suzanne; BALLEEN, Kate. **Untagling the derivatives mess they didn't melt down the financial system. But these red-hot instruments proved too tempting for both buyers and sellers. This is the story of how lies, leverage, ignorance – and lots of arrogance – burned some big players**. Disponível em: <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1995/03/20/201945/index.htm>. Data de acesso: 20 de fevereiro de 2008.

MARKY, Thomas. (1995) **Curso Elementar de Direito Romano**. São Paulo, Editora Saraiva

MARTHINSEN, John. (2004) **Risk Takers: Uses and Abuses of Financial Derivatives**. Indianápolis, Editora Addison Wesley.

MBAYE, Sanou. **La Menace des Marches Dérives**. Disponível em: <<http://sanoumbaye.free.fr/blog/index.php?/archives/39-La-menace-des-marches-derives.html>>. Data de acesso: 10 de maio de 2008.

MCLAUGHLIN, Robert M. (1998) **Over-the-Counter Derivatives Products: A Guide to Legal Risk Management and Documentation**. Nova York, Editora McGraw-Hill.

MOFFETT, Michael; PETITT, Barbara. **Procter & Gamble versus Bankers Trust: Caveat Emptor**. Disponível em: <http://www.thunderbird.edu/about_thunderbird/case_series/2005/05-0001.htm>. Acessível em: 13 de julho de 2006.

NEGREIROS, Teresa. (2006) **Teoria dos Contratos: Novos Paradigmas**. Rio de Janeiro, Editora Renovar.

OLIVEIRA, Gilson; PACHECO, Marcelo. (2005) **Mercado Financeiro: Objetivo e Profissional**. Rio de Janeiro, Editora Fundamento.

PARGENDLER, Mariana. (2006) **Modes of Gap Filling: Good Faith and Fiduciary Duties Reconsidered**. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008400&rec=1&srcabs=1096309>.

Data de acesso: 06 de novembro de 2008.

PEROLD, André F; ALLOWAY, Robert. (2003) **The Unilever Superannuation Fund vs. Merrill Lynch**. Boston, Editora Harvard Business School Publishing.

_____; AHMED, Imran; ALTSCHULER, Randy. (1998) **Merril Lynch's Acquisition of Mercury Asset Management**. Boston, Editora Harvard Business School Publishing.

SAMPAIO, Laerte M. C. (2004) **A Boa Fé Objetiva na Relação Contratual**. Barueri, Editora Manole.

SRIVASTAVA, Sanjay. **Value at Risk Analysis of a Leveraged Swap**. Disponível em: <<http://www.smartquant.com/references/VaR/var35.pdf> >. Data de acesso: 10 de maio de 2008.

STRUCHINER, Noel. (2002) **Direito e Linguagem: Uma Análise da Textura Aberta da Linguagem e sua Aplicação ao Direito**. Rio de Janeiro, Editora Renovar.

THACKRAY, John; BERE, Carol. **The Two Faces of Kevin Hudson**. Disponível em: <<http://www.derivativesstrategy.com/magazine/archive/2000/1100fea3.asp>>. Data de acesso: 18 de maio de 2008.

_____. **Case Study Bankers Trust**. Disponível em: <<http://www.erisk.com/Learning/CaseStudies/BankersTrust.asp>>. Data de acesso: 15 de janeiro de 2008.

UHLENHOP, Paul B. **Swaps Are Nothing But Contracts... Right Now**. Disponível em: <<http://www.lawhost.com/lawjournal/98winter/swaps.html>>. Data de acesso: 21 de dezembro de 2008.

ZENO, José M. (2007) **Risco Legal: Uma introdução ao seu Gerenciamento no Atual Cenário Corporativo**. Dissertação de mestrado profissionalizante em administração apresentada à Faculdade de Economia e Finanças Ibmecc.

Decisão Judicial - 925 F. Supp. 1270 / 1996 – **The Proctor & Gamble Company v. Bankers Trust and Bankers Trust Securities Corporation**, United States Court of Appeals for the 6th Circuit, fonte: <http://www.afn.org/~afn05451/proctor.html>. Data de acesso 14 de setembro de 2007.

Sentença – 941 F.2d 588 / 1991 - **Market Street Associates Limited Partnership v. Frey**, United States Court of Appeals for the 7th Circuit, Disponível em: <<http://www.projectposner.org/case/1991/941F2d588>>. Data de acesso: 06 de novembro de 2008.