

## Os limites da Teoria de Imprevisão: o “revisionismo” fora do lugar debilita o ambiente contratual brasileiro

**Gustavo H. B. Franco<sup>1</sup>**

SUMÁRIO: 1. A consulta – 2. Os riscos inerentes ao contrato entre as partes – 2.1. O sentido econômico das opções. – 3. Sobre a existência de fatores e circunstâncias excepcionais no período entre a assinatura do acordo de acionistas e o exercício das opções - 3.1. Cenários e políticas macroeconômicas: a continuidade – 3.2. Considerações de ordem setorial: a crise da “marcação a mercado” e suas conseqüências – 3.3. Ajuste e consolidação na indústria de fundos – 4. Interpretação econômica da “Teoria da Imprevisão”.

### **1. A consulta**

A consulta diz respeito à execução de acordo de acionistas contratado entre, por um lado, a instituição financeira internacional A (“a demandante”), e a instituição financeira internacional B (“a demandada”). As duas instituições são as únicas sócias, no Brasil, em instituição administradora de recursos de terceiros (“a DTVM”), sendo que a demandada é detentora de 70% do capital e o completo controle da condução dos negócios da DTVM. Em meados de 2001 as partes assinaram acordo de acionistas segundo o qual, no período entre março e junho de 2003, ou seja, cerca de dois anos depois, o sócio minoritário, a demandante, teria o direito de retirar-se da sociedade vendendo suas ações a um preço determinado (“*Put*”) e o sócio majoritário teria o direito de comprar a participação da demandante na DTVM também por um preço determinado (“*Call*”), ligeiramente maior que o preço fixado para o *Put*. Esses preços foram convencionados através de uma “fórmula de múltiplo”, ou seja, num valor equivalente a 1,2% do valor dos “ativos sob gestão e administração” (“ASAG”) no caso do *Put*, e de 1,3% do valor dos ASAG no caso do *Call*.

O acordo de acionistas previa que, depois de junho de 2003, as partes mantivessem esses mesmos direitos de comprar e de vender, porém o preço deixava de ser o determinado pelas “fórmulas de múltiplo” e passava a ser, em essência, o resultado de uma avaliação do “valor de mercado” da DTVM. Neste desenho, é fácil ver que, se em abril de 2003, houvesse diferença significativa entre o efetivo valor de mercado da

---

<sup>1</sup> Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, ex-presidente do Banco Central do Brasil.

DTVM e os valores dados pelas “fórmulas de múltiplo” para o *Put* (1,2% dos ASAG) e para o *Call* (1,3% dos ASAG) previamente contratados, *uma das partes naturalmente exerceria sua opção, seja para comprar barato, seja para vender caro*. Não resta dúvida, portanto, que o mecanismo destinava-se a facilitar a saída da demandante, sócia minoritária e passiva da DTVM.

Com efeito, em abril de 2003, a demandante exerceu o *Put*, mas a demandada contestou o acordo, negando-se a dar curso à compra das ações da demandante, argumentando que a discrepância, contra si, entre o preço de compra da participação da demandada na DTVM, dado pela “fórmula de múltiplos” definida no acordo de acionistas, e o efetivo valor de mercado da DTVM, caracterizava uma situação de “onerossidade excessiva”, criada por “circunstâncias excepcionais e imprevisíveis” a afetar os negócios da DTVM. Ficava, assim, configurado o litígio, tendo como fulcro o Artigo 478 do Código Civil. É fácil ver pelos temas envolvidos na consulta que a questão transcende o escopo da transação específica, uma vez que trata dos exatos limites da aplicação da “teoria da imprevisão” no contexto do Código Civil de 2002.

O enunciado preciso dos quesitos em que se compõe a consulta é como se segue:

*1. Se a fórmula de preço das ações da DTVM estipulada com base em múltiplos do valor dos ativos sob gestão e administração (“ASAG”) no momento da assinatura do acordo de acionistas, a ser aplicada em prazo determinado no futuro, não envolvia riscos inerentes ao acordo que poderiam beneficiar tanto a parte compradora quanto a vendedora, riscos estes que as partes de comum acordo, aceitaram correr e que, em boa medida, podiam controlar.*

*2. Se durante o período entre a contratação do acordo de acionistas, e o efetivo exercício de opção de venda pela demandante ocorreu alguma modificação drástica no ambiente econômico em geral, e no negócio de administração de recursos de terceiros em particular, que possa ter tornado “excessivamente onerosa” a execução do contrato e que possa, em conseqüência, justificar o descumprimento do mesmo pela demandada.*

A resposta a estes quesitos está dividida em três seções. A primeira, que cuida do primeiro quesito, traz uma análise da natureza do contrato entre as partes, e em particular

da magnitude dos riscos que cada parte implicitamente admitiu correr, tendo em vista o momento em que o acordo foi estipulado. A incerteza sobre o futuro e seus efeitos sobre contratos, um tema quase acariano no domínio da Teoria Econômica, não deve ser confundido com outro, pertinente ao segundo quesito, onde a dúvida é se circunstâncias *efetivamente extraordinárias*, além de imprevisíveis, como costumam ser os acontecimentos futuros, teriam destruído por completo a lógica do negócio, tornando a execução do contrato “excessivamente onerosa”, ou mesmo ruínosa para uma das partes a ponto de justificar o pleno e raso descumprimento do contrato. Assim sendo, a seção 3 tem como propósito avaliar objetivamente se de fato ocorreram acontecimentos verdadeiramente extraordinários, seja na macroeconomia, seja no domínio específico do negócio de gestão e administração de ativos que teriam o condão de tornar inexecutível o contrato estipulado entre as partes. Na seção 4, de caráter mais genérico, o parecer faz considerações de natureza doutrinária sobre a chamada “Teoria da Imprevisão” vista sob a ótica do economista que observa a evolução das instituições e práticas que regem a estipulação e cumprimento dos contratos no país. Argumenta-se, em essência, que seria uma deturpação não apenas da “teoria da imprevisão”, mas também do conceito de “função social do contrato”, se for possível transformar tudo o que é oneroso em uma suposta agressão à “boa fé objetiva” e às “legítimas expectativas dos contratantes”. Transformar o princípio da função social do contrato num revisionismo amplo e idiossincrático serviria apenas para reduzir o “*enforcement*”, ou a segurança jurídica dos contratos assim debilitando o ambiente contratual do país com sérios e deletérios efeitos sobre a economia.

## **2. Os riscos inerentes ao contrato entre as partes**

A Teoria Econômica reconhece que contratos que se prolongam no tempo *sempre são incompletos* por que jamais serão capazes de prever todos os estados futuros da Natureza, alguns para a vantagem de uma parte, outros para a outra, inclusive aqueles cenários extremos em que ocorrem as circunstâncias de que trata o Artigo 478 do Código Civil, ou seja, “acontecimentos extraordinários e imprevisíveis” que tornariam o contrato “excessivamente oneroso” para qualquer das partes, tema de que trataremos adiante, na próxima seção.

Dizer que os contratos são *sempre incompletos* é uma forma técnica, no jargão do economista, de afirmar que o futuro tem por ofício ser incerto, e justamente em razão disto, e com o objetivo específico de mitigar riscos recíprocos, os agentes econômicos firmam contratos, ou seja, *restringem as incertezas com respeito ao futuro na exata proporção dos compromissos assumidos entre si e com terceiros*, tais como companhias de seguros ou contrapartes em operações com derivativos, quando estas alternativas estão disponíveis.

As partes desta lide tiveram à sua disposição muitas tecnologias contratuais para lidar com as incertezas que poderiam vir a afetar significativamente os negócios abrangidos pelo seu acordo de acionistas. As partes são instituições financeiras internacionais de porte e possuem pleno domínio do que há de melhor em fórmulas econômicas e contratuais para melhor expressar suas vontades e resguardar seus respectivos interesses. Não há que falar aqui de qualquer assimetria ou hiposuficiência, como nos casos de relações de consumo, tampouco de potenciais prejuízos potenciais a interesses de terceiros ou difusos, como em relações de repercussões ambientais ou pertinentes ao abuso do poder econômico e à defesa da concorrência, nas quais se pudesse conceber limitadores aos poderes das partes de contratar. A qualificação das partes por si só, ou o fato de que estamos no terreno em que a Professora Paula Forgioni designou como o das “relações jurídicas entre empresários ou sociedades empresárias”<sup>2</sup>, ou mais precisamente, dos negócios empresariais entre grandes empresas internacionais, exclui a maior parte dos requisitos para a caracterização da “onerosidade excessiva” na forma do artigo 478 do Código Civil. Não fica excluída, todavia, a possibilidade de ter havido alguma enorme surpresa, algum acontecimento “imprevisível e extraordinário”, como será discutido na próxima seção, de modo que será produtivo retornar à discussão sobre a aplicabilidade do artigo 478 depois de examinados os elementos de fato na seção 3.

Voltando à construção do contrato entre as partes, é de se notar que, tratando-se de fixar condições de um negócio a ser executado pouco menos de dois anos *depois de contratado* – a venda da participação acionária da demandante para a demandada, por

---

<sup>2</sup> Paula A. Forgioni “A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil brasileiro” Revista de Direito Mercantil 130, págs. 8-9.

iniciativa desta (no caso do exercício do *put*) ou daquela (no caso do exercício do *call*) - as partes optaram por uma solução engenhosa e consagrada para lidar com a incerteza quanto ao valor futuro da empresa que estavam a negociar: *a fórmula de múltiplo*. Mais especificamente, as partes estipularam em 1º de julho de 2001, que entre 10 de março e 30 de junho de 2003, as demandantes teriam a opção de vender e as demandadas a opção de comprar, respectivamente aos preços de 1,2% e 1,3% do valor dos ASAG, a participação que as demandantes detinham em conjunto na DTVM.

Deve-se ter clareza que, no momento da contratação deste acordo, implicitamente se aceitou que o valor de mercado da DTVM deveria estar próximo daquele obtido através das “fórmulas de múltiplos”, e que, adicionalmente, era de se imaginar que essa equivalência entre valor de mercado e o valor dado pela “fórmula de múltiplos” viesse a se manter no futuro. Com efeito, adotando esta fórmula, as partes estavam ajustando entre si uma espécie de “indexação”, porém, consideravelmente ampliada. De um lado, estavam se defendendo tanto da inflação, quanto de variações na política monetária, pois o valor dos ASAG, *ceteris paribus*, cresce com a inflação, ou mais especificamente com os juros nominais, de modo que, ao fixar um preço linearmente relacionado ao valor dos ASAG, as partes definiram proteções recíprocas contra as flutuações do poder de compra da moeda, e também contra variações na política de juros do Banco Central, uma vez que contrataram implicitamente uma fórmula com indexação pelo juro nominal “embutida”.

De outro lado, as partes estavam também se resguardando de variações no valor futuro da DTVM, ou do negócio onde militava a DTVM, que poderiam ir para qualquer direção, contra ou a favor da demandante. Com efeito, através da “fórmula de múltiplo”, as partes associaram o preço do negócio a uma grandeza – o “tamanho” da base de ASAG - que deveria refletir, e, em média, reflete o valor do negócio, como abaixo demonstrado na Tabela 1 através de uma ampla amostra de operações de compra e venda de empresas de administração de ativos. Assim procedendo, portanto, as partes tencionavam transportar para o futuro uma proporcionalidade, ou uma “*proxy*” de valor que: (i) se observava no momento da contratação; (ii) estava em linha com a prática em transações similares, ou *mais precisamente abaixo da média internacional*, conforme demonstrado na Tabela 1; e, principalmente, que (iii) se queria fazer valer para o momento específico do exercício das opções dois anos à frente.

As “fórmulas de múltiplo” são comuns na indústria financeira, pois oferecem uma forma simples de comparabilidade entre transações de compra e venda de empresas, e como refletem “médias”, se tornaram “*benchmarks*” quase que universalmente aceitos. Múltiplos setoriais são empregados em exercícios de análise ou, como no caso em tela, como parâmetro referência para a execução de transações em determinado setor. Em geral os múltiplos consistem em um cálculo *ex post* sobre transações executadas, ou sobre avaliações em bolsa, onde se observa uma relação estável entre o valor da empresa e grandezas como o faturamento, o EBITDA (lucro bruto antes dos impostos, depreciação e amortizações), os dividendos, bem como o número de clientes ou agências (no caso de empresas de varejo ou bancos) ou o volume de ASAG, como neste caso.

Para o negócio de administração de ativos, objeto desta disputa, qualquer desses métodos teria capturado a evolução do negócio do momento da contratação do acordo de acionistas até o momento do exercício das opções. Nada impedia que as partes tivessem contratado múltiplos de faturamento, de EBITDA ou do número e natureza dos clientes, ou concebessem outras fórmulas de capturar mudanças no “*mix*” de atividades da empresa com implicações na sua lucratividade e valor. Mas como cada método envolve problemas específicos de apuração, parece razoável que as partes tenham optado pelo que parece ser o método mais simples, o múltiplo linear do valor dos ASAG assim, implicitamente, aceitando o risco de haver desconexão entre este valor e o fornecido por outras fórmulas envolvendo o faturamento ou o EBITDA.

A Tabela 1 a seguir traz o resumo de diversas transações executadas em diversos países abrangendo períodos de tempo relativamente longos, e empresas de administração de recursos de diferentes tipos. Infelizmente, não foram encontradas informações comparáveis para transações deste tipo feitas no Brasil nos últimos anos.

Tabela 1

Resumo de transações de compra e venda de empresas de administração e gestão de recursos.

Amostra	Valor Total (US\$)	Média	xAtivos	xFatur	xEBITDA
38 transações, Europa, 1997-2004 *	23.144,37	689,31	3,10%	5,1x	24,2x
59 transações, Estados Unidos, 1997-2004	41.271,12	687,85	3,20%	5,2x	12,2x
* Valores convertidos em Dólar USA, cotação do último dia do mês de cada transação					
<b>Varejo</b>					
18 transações, Europa, 1998-2004 *	10.009,79	556,10	5,40%	5,3x	19,0x
30 transações, Estados Unidos, 1997-2003	16.125,25	537,51	4,00%	5,7x	11,0x
* Valores convertidos em Dólar USA, cotação do último dia do mês de cada transação					
<b>Institucional</b>					
12 transações, Europa, 1997-2004 *	9.359,50	779,96	1,60%	5,0x	26,1x
29 transações, Estados Unidos, 1997-2004	25.145,87	838,20	2,50%	4,6x	13,5x
* Valores convertidos em Dólar USA, cotação do último dia do mês de cada transação					
<b>Vida</b>					
8 transações, Europa, 1997-2004 *	3.775,08	471,89	2,30%	5,0x	27,6x
* Valores convertidos em Dólar USA, cotação do último dia do mês de cada transação					

Fonte: Pesquisa Rio Bravo Serviços Financeiros.

Observadas cautelas referentes ao fato de que as amostras da tabela são compostas de transações feitas em outros países, e também observada a máxima de que o passado oferece apenas uma indicação sobre o futuro, a conclusão é que as partes estipularam múltiplos do valor dos ASAG<sup>3</sup> que parecem **baixos** quando comparados aos parâmetros de transações da espécie mundo afora, o que encontra justificativa no fato de que os múltiplos para a transação entre as partes foram definidos tendo em mente o agregado ASAG, ou seja, considerado o “mix” entre recursos “sob gestão” e os “sob administração”, sendo estes um negócio menos rentável.

Esta conclusão não obstante, é importante que se tenha claro que, a despeito do cuidado das partes em mitigar incertezas, **nada poderia garantir** que o “valor de

<sup>3</sup> Nas transações listadas na tabela não há diferenciação ou especificação se os múltiplos de ativos dizem respeito a ativos sob administração, ou sob gestão, ou combinação de ambos, o que deve ser o mais provável.

mercado” da DTVM no momento em que o acordo de acionistas permitia o exercício do *Put* ou do *Call*, fosse próximo dos preços fixados pelas partes cerca de *dois anos antes*, para ambas as opções, *qualquer que fosse a fórmula de fixação dos preços de exercício dessas opções*. Mesmo que se convencionasse um preço fixo em termos nominais, ou com correção monetária ou índice seguindo fórmula paramétrica, não ficaria eliminado o risco de o preço de mercado variar a favor de uma ou da outra parte, relativamente ao convencionado. Tenha-se claro que, em seu acordo de acionistas, *ambas* as partes fizeram um esforço evidente e bem conduzido no sentido de mitigar os riscos envolvidos na venda da DTVM para a demandada dois anos à frente, riscos estes de natureza essencialmente empresarial, e sob os cuidados (não sob o inteiro controle, posto que não existe tal coisa) da parte compradora, a demandada. Não se tratava de *eliminar* riscos, pois eles são inerentes ao mundo empresarial; tratava-se de colocar os riscos dentro de limites. Na verdade, tratava-se de *compartilhar* riscos, como é próprio de sócios empresários, uma vez que não se podia, por óbvio, adquirir seguro ou instrumento de “*hedge*” de um terceiro, a fim de reduzir a exposição de ambas as partes aos riscos que corriam. Nestas circunstâncias seria absolutamente natural, portanto, que existissem ganhos e perdas, entendidas como divergências entre o preço *ex ante* e o preço de mercado *ex post*, e que as vantagens que as partes derivassem do negócio mudassem com o tempo, inclusive de modo a que o negócio se tornasse, para uma das partes, pior do que originalmente contratado, ou mesmo ruim, a ponto de uma das partes, se pudesse voltar no tempo, preferisse não fazê-lo.

*Riscos são inerentes a quaisquer entendimentos para execução futura*, e no caso em tela, não poderiam ser transferíveis a terceiros. Não deve haver uma minúscula sombra de dúvida que as partes desta lide *sabiam perfeitamente* que o “valor de mercado” (ou o “preço justo”) da DTVM entre 10 de março e 30 de junho de 2003, *podia ser substancialmente diferente dos valores representados pelos múltiplos para o Put e a Call*. Na verdade, nenhuma das partes, de *sã* consciência, e em vista de sua *expertise* em matéria financeira e empresarial, esperaria que *não existisse* uma diferença. Deve ser evidente, outrossim, que os incentivos econômicos das partes eram no sentido de que se estipulasse uma fórmula que representasse a previsão mais limpa e neutra possível, a mais alinhada com as práticas da indústria, para o valor futuro da DTVM.



Na verdade, parecia clara a absoluta simetria entre os riscos assumidos pelas partes, o que nada tinha de acidental, posto que refletia uma simetria negocial, uma abordagem equilibrada, de partes iguais, diante de incertezas que lhes são comuns. Se, atingido o momento do exercício das opções, o mercado fosse tal que a DTVM valesse, digamos, 2% do valor dos ASAG, a demandada exerceria seu *Call* a 1,3% com evidente vantagem. Em contraste, caso o negócio valesse 0,5% do ASAG, as demandantes exerceriam seu *Put* a 1,2% também com vantagem. Assim sendo, caso a DTVM fosse muito lucrativa, as demandantes seriam forçadas a vender barato a sua participação, *porém a um valor que não seria de todo discrepante das referências internacionais das transações da espécie*. Alternativamente, se a DTVM não fosse tão bem, as demandantes poderiam retirar-se do negócio *também* recebendo um múltiplo que não seria de todo discrepante das referências internacionais das transações da espécie, e ao que tudo indica refletia o valor da DTVM no momento da contratação do acordo. As partes elegeram *ex ante*, as referências internacionais das transações da espécie, consagradas numa fórmula de múltiplo, para orientar a retirada das demandantes da sociedade no futuro.

É interessante tabular, como feito na Tabela 2 abaixo, as diversas possibilidades de desfecho para as opções estipuladas em seu acordo de acionistas considerando diferentes “valores de mercado” da DTVM.

Tabela 2:

Riscos e possibilidades de cada parte no exercício das opções da “fase 2” do acordo de acionistas, avaliação *ex-ante* (valores expressos como percentuais da base de ASAG)

Valor da DTVM no momento do exercício do Put	Preço a ser pago se <i>put</i> é exercido	Preço a ser pago se o <i>call</i> é exercido	ganhos ou perdas vis à vis valor de mercado	
			demandante	demandada
0,5	1,2	0	0,7	-0,7
0,6	1,2	0	0,6	-0,6
0,7	1,2	0	0,5	-0,5
0,8	1,2	0	0,4	-0,4
0,9	1,2	0	0,3	-0,3
1,0	1,2	0	0,2	-0,2
1,1	1,2	0	0,1	-0,1
1,2	0	0	0	0
1,3	0	1,3	0	0
1,4	0	1,3	-0,1	0,1
1,5	0	1,3	-0,2	0,2
1,6	0	1,3	-0,3	0,3
1,7	0	1,3	-0,4	0,4
1,8	0	1,3	-0,5	0,5
1,9	0	1,3	-0,6	0,6
2,0	0	1,3	-0,7	0,7
2,1	0	1,3	-0,8	0,8
2,2	0	1,3	-0,9	0,9
2,3	0	1,3	-1,0	1,0
2,4	0	1,3	-1,1	1,1
2,5	0	1,3	-1,2	1,2
2,6	0	1,3	-1,3	1,3

FONTE: elaboração própria.

A primeira coluna mostra diferentes valores hipotéticos para o preço de mercado da DTVM medido em termos de múltiplo do valor dos ASAG. A segunda e terceira colunas mostram os preços pagos pela demandada nos casos do exercício do *Put* e do *Call*, conforme disposto no acordo de acionistas, em cada cenário, e as colunas quarta e quinta mostram ganhos e perdas das partes em cada situação, relativamente ao valor de mercado da DTVM.

Com efeito, conforme se pode ver na tabela, o negócio estipulado entre as partes tinha riscos relativamente equilibrados *ex ante*: caso a condução dos negócios de administração e gestão de ativos fosse muito boa, os ganhos seriam da demandada em detrimento das demandantes, e vice versa. E o que dava sentido a esta estrutura, e alinhava os interesses das partes, era o fato de que *era a demandada quem administrava a companhia*, de modo que seria de seu interesse trabalhar bem, pois quanto melhor fosse o

desempenho da companhia maior seria a sua vantagem no exercício do *Call*. Se fosse o inverso, ou seja, se fossem as demandantes os administradores, haveria conflito de interesse, o que definitivamente não foi o caso.

Deve ficar muito claro, todavia, que a possibilidade de a DTVM valer *menos* que o equivalente a 1,2% dos ASAG, *estava perfeitamente contemplada* dentro da estrutura montada de comum acordo entre as partes em seu acordo de acionistas, e que poderia perfeitamente ter ocorrido o inverso, vale dizer, uma diferença entre preço estipulado e preço de mercado a favor da demandada. Não se deve tergiversar sobre o fato de que o contrato avençado trazia para as partes os riscos demonstrados na Tabela 2 e que a possibilidade de perda, ou ganho, estava implicitamente contemplada, como em qualquer obrigação para liquidação futura.

### **2.1. O sentido econômico das opções.**

Algumas observações conceituais adicionais sobre as opções que as partes se concederam para exercício entre 10 de março e 30 de junho de 2003 devem ser feitas. Pode-se legitimamente indagar por que os agentes econômicos fazem contratos para execução futura, sob a forma de opções em particular, sabendo que o “preço de mercado”, no momento da execução do contrato e entrega da contraprestação será *inevitavelmente diferente* ao que vigora no momento da contratação?

A Teoria Econômica não encontra dificuldade com esta pergunta, pois aí reside a motivação para a existência dos contratos futuros, opções, “*swaps*” e outros instrumentos conhecidos como “derivativos”, e também da indústria do seguro. Deve haver clareza em que os derivativos tiveram desenvolvimento absolutamente explosivo em tempos recentes, pois têm enorme e indiscutível utilidade para a *melhor alocação de riscos numa economia global repleta de incertezas*. Este não é o lugar para uma resenha das motivações do crescimento dos derivativos, mas vale observar que, nesta lide, tudo se passa como se estivéssemos a discutir uma operação simples envolvendo opções conhecidas como “européias”, ou seja, opções cujo exercício deve se dar em uma data determinada no futuro. A negociação de opções deste tipo, em bolsa ou em balcão, para a compra ou venda de ações de companhias abertas aqui ou no exterior, é muito comum, não havendo qualquer diferença conceitual relevante, no terreno econômico, entre as

opções regularmente negociadas em bolsa e as de que trata esta lide. É uma só a teoria (não fosse assim não teríamos uma teoria) que explica o processo de formação de preço de opções, conhecida pelos seus autores Fischer Black e Myron Scholes, este último agraciado com um Nobel em Economia em 1997. E o princípio básico para o cálculo do preço, ou do “prêmio” de opção, é o de que seu valor reside justamente em mitigar riscos, de modo que o valor de uma opção deve ser tomado como diretamente proporcional à volatilidade do preço do ativo objeto da opção. Ou seja, temos aqui o que parece ser um truismo: tanto mais incerto é o futuro, tanto mais valiosa deve ser a opção.

No caso em tela o *Put* e o *Call* tinham valor para seus respectivos detentores por que os protegiam de situações que definiram como indesejadas, e criaram uma distribuição de probabilidades de ganhos e perdas, conforme explicitadas na Tabela 2, *distribuição esta que transformou um futuro incerto em um futuro inteligível*. Este é o “serviço” proporcionado pelo seguro, ou pelo derivativo (*hedge* ou opção), o qual, evidentemente, nada contém de “especulativo” ou “aleatório”<sup>4</sup>. Pelas opções concedidas os lançadores deveriam receber o que se conhece como o prêmio, o que não ocorre neste caso apenas por que os riscos são recíprocos e simétricos. Num jogo de “soma zero”, como este, os prêmios se cancelam.

Por outro lado, é de se ressaltar com bastante ênfase que as partes *não estipularam* o “preço justo” ou o “preço de mercado” como o preço de exercício das opções para o período entre março e junho de 2003, mesmo sabendo que poderiam existir diferenças substanciais entre estes e os preços que resultariam das fórmulas do *Put* e da *Call*. As partes reservaram o “preço de mercado” *apenas* para o período posterior a julho de 2003, deixando, assim, evidente a sua vontade de fixar um preço pré-determinado para logo anterior. Um raciocínio econômico absolutamente límpido sobre as razões desta escolha é o de que, efetivamente, *não há sentido em estipular em um contrato para execução futura Puts e Calls no “preço de mercado”, pois a este preço, conforme nos informa a Teoria Econômica, e por construção, as opções não têm valor*, dado que a qualquer momento, em tese, e abstraído o direito de preferência, as partes sempre terão a

---

<sup>4</sup> Tenha-se claro que não é totalmente apropriado, mas também não inteiramente descabido, tomar como um “contrato aleatório”, em princípio, uma opção européia sobre preço de empresa a ser exercida dois anos depois, especialmente se a contraparte compradora é também acionista controladora e gestora da empresa cujas ações são objeto da opção. Este tema, todavia, não será desenvolvido aqui, e não teria implicações para as conclusões que se seguem.

possibilidade de vender ou comprar suas participações na DTVM ao “preço de mercado”. Considerando-se o caso mais geral das ações de companhias abertas, é de se observar que nenhuma bolsa de valores deste planeta negocia *Puts* e *Calls* da modalidade européia onde o preço de exercício é pós-fixado e idêntico ao preço no mercado “*spot*” na data do exercício, isto seria um contra-senso absoluto, como, efetivamente, é absurdo dizer, nesta lide, que os preços de exercício teriam que ser equivalentes ao preço de mercado, ainda mais tendo em mente que as partes deixaram explícito e expresso que o “preço de mercado” seria a regra a vigorar depois de julho de 2003.

Por fim, resta observar que tudo indica que o valor de mercado da DTVM no momento do exercício do *Put* pela demandante era substancialmente *inferior* ao preço resultante da aplicação da “fórmula de múltiplo” sobre o valor dos ASAG. *Ex post facto*, a demandada teria feito um mau negócio, o que não poderia prever no momento da contratação, mas também não poderia excluir. ***Bons negócios e maus negócios são partes componentes da realidade do complexo ambiente econômico e empresarial em que vivemos. Não deve ser o trabalho da arbitragem “melhorar” um mau negócio (ou “piorar” um bom negócio) com vistas a “sempre equilibrar” o relacionamento entre as partes contratantes, assim tornando sempre inexecutável tanto o ganho expressivo, quanto o fracasso empresarial, como quem corrigisse a natureza supostamente perversa da economia de mercado.*** A este respeito vale destacar o que observa a Professora Paula Forgioni (*op. cit.* págs.14-23 *passim*, grifos meus) a propósito do chama de “erro do empresário”:

Os agentes econômicos algumas vezes adotam estratégias equivocadas, e esses enganos são *previstos e desejados pelo sistema jurídico*, na medida em que, diferenciando os agentes, permitem o estabelecimento do jogo concorrencial ... Ou seja, é a diferença entre as estratégias adotadas pelos agentes econômicos e entre os resultados obtidos (uns melhores, outros piores) que dá vida a um ambiente de competição (por que todos buscam o prêmio do maior sucesso, da adoção da estratégia mais eficiente). ...

Se não considerarmos que uma empresa pode ter adotado uma estratégia equivocada, jamais entenderemos um prejuízo suportado por uma das partes na execução de negócio decorrente de sua “*álea normal*” (e que, portanto, não seja derivado de alterações contextuais imprevisíveis) ...

Note-se, entretanto, que o empresário não é considerado pelo sistema de direito comercial como um tolo irresponsável e o direito não pode ter a função de corrigir os “erros” eventualmente praticados. ...

O ordenamento não ampara “as concretas expectativas de lucro que cada operador coloca na troca contratual” por que “um certo grau de risco é

indissociável de qualquer contrato, como de qualquer iniciativa econômica”. Em suma, ao direito compete preservar o mercado (i.e., a fluência das relações econômicas) viabilizando o “jogo” mediante um sistema que procura levar ao respeito de suas regras, entre as quais a do *pacta sunt servanda*.

Ressalvadas, novamente e portanto, as situações de assimetria, como as que envolvem consumidores, contratos de trabalho e as que envolvem o que os economistas designam como “externalidades”, as que ferem a concorrência ou o meio ambiente, as relações empresariais devem ser tais que *o “mau negócio” não pode ser “vedado”, nem deve ser o papel do Árbitro, ou do Juiz, corrigi-lo sobrepondo algum conceito de “fairness” à lógica da economia de mercado, inclusive e principalmente através de interpretações paternalistas sobre o que deve ser a “função social do contrato”. Um “revisionismo” excessivo e deslocado, apenas serve para reduzir o “enforcement” dos contratos com prejuízo evidente para o conjunto dos agentes econômicos*, tema de que trataremos especificamente e em profundidade na seção 4 adiante. Resta saber, por ora, se mesmo tendo em conta que a presente lide trata de negócio de natureza empresarial, entre iguais, se o “mau negócio” resultou do desenvolvimento de estratégias não muito boas, meramente equivocadas ou mesmo totalmente erradas, ou se foi produzido por circunstâncias desfavoráveis, porém, dentro da realidade inescapável do ciclo natural dos negócios e dos desafios competitivos da indústria, ou, alternativamente, se o “mau negócio” foi consequência direta de elementos de natureza única, inesperada, imprevisível e extraordinária, como foram os planos econômicos e a hiperinflação, que teriam destruído a lógica de negócios da DTVM a despeito dos melhores esforços da demandada para que a empresa fosse bem. É o que passamos a examinar.

### **3. Sobre a existência de fatores e circunstâncias excepcionais no período entre a assinatura do acordo de acionistas e o exercício das opções.**

Com vistas a verificar a pertinência da chamada “teoria da imprevisão” para a presente lide, e responder ao segundo quesito enunciado acima, esta seção divide o problema em três tópicos: (i) se é possível se observar alguma ruptura ou modificação substancial nas políticas e cenários macroeconômicos em 2003 relativamente ao que se praticava e se esperava em 2001, o mesmo valendo para 2005 relativamente a 2003; (ii)

se é possível se observar alguma ruptura ou modificação substancial na indústria de fundos mais especificamente, seja em razão da turbulência macroeconômica diretamente, seja em razão do episódio conhecido como “a crise da marcação a mercado”; (iii) se é possível se identificar explicações alternativas para uma redução no valor para os múltiplos setoriais, vale dizer, explicações que não passam por nenhum evento “imprevisível e extraordinário”, na própria dinâmica de competição e consolidação entre os principais “*players*” na indústria de fundos.

### **3.1. Cenários e políticas macroeconômicas: a continuidade.**

O período compreendido entre junho de 2001 e abril de 2003 testemunhou grande turbulência na economia brasileira, principalmente em razão das eleições presidenciais ocorridas em outubro de 2002, que produziram expectativas muito negativas sobre o que poderia ser o governo do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva, expectativas estas que foram gradualmente frustradas pelas ações e declarações do ainda candidato e posteriormente pelo já empossado Presidente de República. A despeito dos temores que motivaram a instabilidade em meados de 2002, não resta hoje nenhuma dúvida que o traço mais marcante da política econômica da administração petista iniciada com o ano calendário de 2003 foi a *continuidade* das políticas econômicas convencionais, no terreno fiscal, monetário e cambial, anteriormente praticadas, inclusive compreendendo o prosseguimento ao acordo com o FMI e obrigações associadas. A mudança de governo, portanto, como é bem sabido, *não causou nenhuma espécie de ruptura ou descontinuidade nas políticas macroeconômicas básicas, e mesmo na postura, filosofia e conduta do Banco Central com respeito à regulação do sistema financeiro*. A identidade de perfis e de práticas entre as diretorias do Banco Central na administração petista e tucana é quase que total, sendo absolutamente ocioso alongar-se sobre o fato de que não existe nada, no terreno das políticas macroeconômicas, que possa ter viciado ou prejudicado o desempenho macroeconômico do país relativamente ao que se esperava no momento da assinatura do acordo de acionistas em 1º de junho de 2001.

Para os fins desta consulta, e em particular no que é pertinente ao segundo quesito acima enunciado, duas hipóteses específicas merecem apreciação: (i) se a turbulência

macroeconômica concentrada no segundo semestre de 2002, ou seja, exatamente “no interior” do período entre 1º de junho de 2001 e 30 de abril de 2003, foi transitória, de tal sorte a que se possa dizer que em meados de 2003 a macroeconomia volta ao ponto de partida; (ii) se mesmo que possamos responder positivamente à esta primeira questão, seria ainda assim possível que as expectativas em 2003 para o curso futuro da macroeconomia teriam ficado muito piores que aquelas que existiam em 2001, em razão dos acontecimentos de meados de 2002, ainda que transitórios .

Para testar estas hipóteses que dizem respeito ao que se passou com a média das expectativas de mercado, felizmente contamos com uma alentada base de dados oferecida pelo *survey* semanalmente conduzido pelo Banco Central desde 1997 sobre as expectativas de uma ampla amostra de participantes do mercado para as principais variáveis macroeconômicas. Existem, portanto, registros fidedignos sobre *o que eram as expectativas do consenso de mercado para datas passadas específicas, expectativas estas que podemos cotejar com os valores efetivamente observados*, e assim verificar as hipóteses acima propostas. Com este espírito, a Tabela 3 foi construída de forma a verificar especificamente se os valores esperados para as principais variáveis macroeconômicas em 1º de junho de 2001 para dois anos adiante, em 2003, foram muito diferentes daqueles que realmente se observaram, e, da mesma forma, verificar se as expectativas em abril de 2003 para dois anos adiante, em 2005, foram frustradas ou confirmadas.



Tabela 3: Expectativas e valores efetivamente realizados para variáveis macroeconômicas relevantes para a avaliação da DTVM, 2001-2005

	Em 1 de jun de 2001		Em 30 de abril de 2003		
	Realizado em 2001	Expectativas para 2003	Realizado em 2003	Expectativas para 2005	Realizado em 2005
<b>Taxa de Câmbio</b>					
<i>Média</i>	2,35	2,72	3,07	3,68	2,43
<i>Fim de período</i>	2,32	2,36	2,89	3,77	2,29
<b>PIB</b> (taxa de cres. %)	1,3%	4,3%	0,5%	3,6%	2,3%
<b>SELIC</b>	19,05%	12,41%	16,91%	15,50%	18,24%
<b>IGP-M</b>	9,92%	3,71%	8,42%	6,90%	1,21%
<b>IPCA</b>	7,42%	3,25%	8,95%	3,55%	5,69%
<b>Dívida Líq. Setor Público</b> (% do PIB)	52,1%	49,3%	57,2%	53,3%	51,5%
<b>Superávit primário</b> (% do PIB)	3,64%	2,55%	4,25%	3,91%	4,83%
<b>Balança Comercial</b> (US\$ bi)	2,65	0,65	24,79	16,18	44,75
<b>Invest. Estrang.Direto</b> (US\$ bi)	21,00	19,9	12,90	14,8	15,1

FONTE: Banco Central do Brasil

A Tabela 3 traz variáveis que têm relação direta com o cálculo do valor de mercado da DTVM, como os juros nominais, câmbio e as medidas de inflação, e também um grupo de outras variáveis macroeconômicas definidoras do estado geral da macroeconomia. A Tabela 3 permite que se observem as diferenças entre o que se esperava para 2003 em 2001, e o que efetivamente se passou em 2003, e igualmente, a diferença entre o que se esperava em 2003 para 2005, e o que efetivamente se passou em 2005 até onde é possível observar. O câmbio foi mais desvalorizado em 2003 do que se esperava em 2001, mas está bem mais valorizado em agosto de 2005 do que se esperava em 2003. As taxas de câmbio de hoje estão se aproximando do que eram em 2001. Quanto ao PIB, o crescimento em 2003 (0,5%) foi bastante modesto relativamente ao que se esperava em 2001 (4,3%), mas não foi tomado como uma recessão. Já em 2005 as taxas foram ligeiramente menores do que se esperava em 2003. Os juros nominais em 2003 e 2005 foram bem maiores do que esperava. A inflação pelo IGPM foi pior em 2003, mas bem abaixo do que se esperava para 2005, e medida pelo IPCA foi mais alta em 2003 (8,9% contra 3,2%), mas em 2005 ficou um pouco mais alta do que esperava em 2003. A

situação fiscal, capturada pelo superávit primário e pela dívida líquida do setor público, e a do balanço de pagamentos, resumida pela balança comercial e pelo investimento direto estrangeiro, são melhores do que as expectativas em 2003 e 2005.

Em conclusão, *não é possível dizer, com os dados da Tabela 3, que as expectativas e cenários para 2003, previstos em junho de 2001, quando foi assinado o acordo de acionistas, tenham sido violentamente agredidos pela realidade ou substancialmente frustradas. Antes pelo contrário, as pequenas variações entre valores esperados e realizados apóiam totalmente a conjectura segundo a qual, a despeito da turbulência produzida pelos momentos culminantes das eleições de 2002, as principais variáveis macroeconômicas em 2003, com variações para melhor ou para pior conforme o caso, não registram flutuações contundentes, relativamente às expectativas de 2001, que as retirem de dentro da normalidade. Ficam, portanto, *grosso modo*, validadas as hipóteses que nortearam a avaliação da DTVM em 2001, ao menos no que toca à macroeconomia, *nada existindo neste terreno que aponte no sentido de circunstâncias excepcionais.**

De forma semelhante, os valores realizados para as principais variáveis macroeconômicas em 2005 não diferem muito substancialmente do que se esperava em 2003, no momento em que se encerrava a “segunda fase” do acordo de acionistas, o que apóia a conjectura segundo a qual também não houve variação relevante nas expectativas para além de 2003, as quais *grosso modo* não estiveram substancialmente distantes do que efetivamente se passou em 2005, a despeito da crise política que se inicia em julho.

A conclusão mais importante deste exercício é a de que as hipóteses macroeconômicas que orientaram as partes desta lide no cálculo do valor presente do fluxo de caixa esperado, vale dizer, no cálculo do valor da DTVM de acordo com os métodos usuais, *foram fundamentalmente validadas*, de tal sorte que, no que tange à macroeconomia, *não se pode encontrar **nenhum apoio** à tese segundo a qual alguma mudança drástica, inesperada, extraordinária e profunda teria modificado fundamentalmente o valor da DTVM relativamente ao que as partes, como o consenso do mercado, esperavam no momento da assinatura do acordo de acionistas.*

Desta forma, a busca de alguma sustentação para a aplicação da “Teoria da Imprevisão” para o caso em tela teria que percorrer os caminhos da microeconomia, ou

seja, buscar fatores bastante específicos ao negócio de administração e gestão de recursos que, no curto espaço de tempo entre abril de 2001 e julho de 2003, tivessem mudado radicalmente as perspectivas do negócio relativamente às percepções convergentes das partes no momento da contratação do acordo de acionistas, e que fossem, além de excepcionais, totalmente inesperadas no momento da contratação do acordo em abril de 2001. É do que passamos a tratar na próxima sub-seção.

### **3.2. Considerações de ordem setorial: a crise da “marcação a mercado” e suas conseqüências.**

Tal como na macroeconomia, mas não inteiramente em conseqüência desta, a indústria de fundos mútuos no Brasil experimentou turbulências em meados de 2002, refletindo os temores que afetaram os mercados, porém agravadas por dificuldades específicas ao setor, estas, por sua vez, associadas a providências tomadas *ad hoc* pelo regulador que tiveram o condão de criar problemas específicos para indústria de fundos. Estas providências referiam-se a regras para a “marcação a mercado” de títulos públicos nas carteiras de fundos de investimento e sua motivação foi uma situação singular e inédita, onde as LFTs (Letras Financeiras do Tesouro Nacional) começaram a apresentar deságios expressivos.

As LFTs são títulos cujo rendimento é dado pela “taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados pelo Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil” (Decreto 3.859/2001, Art. 2, IV). Trata-se da chamada taxa de juros do “*overnight*”, ou seja, a taxa praticada diariamente para as operações de mercado aberto do Banco Central por prazo de um dia com lastro em títulos do Tesouro Nacional. A própria criação das LFTs (Decreto-Lei 2.376 de 25 de novembro de 1987), no tempo da inflação muito alta, foi motivada pelo desejo de simplificar a rolagem da dívida pública criando *uma espécie de um “sintético” para o título público de prazo de um dia* com rendimento igual à taxa do “*overnight*”, qualquer que ela fosse. Pela sua própria construção, as LFTs (tal como as LBCs, Letras do Banco Central, que as precederam) tinham como característica técnica mais importante a “*duração*” (“*duration*” em inglês) *igual a zero*. O conceito de “*duração*”, na ciência das finanças, refere-se à elasticidade, ou sensibilidade, do preço do

título a variações na taxa básica de juros, ou seja, à própria taxa do “*overnight*”. Em razão desta insensibilidade das LFTs às variações dos juros do “*overnight*”, os preços da LFTs (e LBCs) raramente tiveram ágio ou deságio, independentemente do vencimento do papel, que podia ser de vários anos, pois o mercado sempre teve claro que carregar uma LFT era o mesmo que manter uma aplicação no “*overnight*”, especialmente diante da prática já sedimentada, por parte do Banco Central de “zerar” o mercado de reservas bancárias, ao fim do dia, dando ou tomando dinheiro a fim de “tabelar” a taxa do “*overnight*” no percentual desejado<sup>5</sup>.

Como as LFTs sempre foram entendidas pelos profissionais de mercado como um título que funcionava, conforme observado acima, como um sintético para uma operação de um dia, o tema “marcação a mercado” sempre pareceu deslocado quando se tratava de LFTs, que eram consideradas uma forma administrativamente simples de se fazer uma sucessão de aplicações no “*overnight*”. O fato é, todavia, que quando o Tesouro começou a colocar volumes significativos de LFTs de prazo longo, a “marcação a mercado” passava a se tornar uma consideração, ainda que, no início, meramente teórica. Sendo um título de “duração zero” parecia evidente que, abstraído o problema do risco de crédito, a “marcação a mercado”, na prática, era equivalente à chamada “marcação na curva” (custo de aquisição somado aos rendimentos até o momento), uma vez que o cálculo era automático e não se justificava nenhum esforço para se construir um mercado secundário institucionalizado de onde se retirasse o registro de negociações que trouxessem referências para uma efetiva marcação a mercado, como seria normal para instrumentos de dívida com juros ou “cupons” fixos.

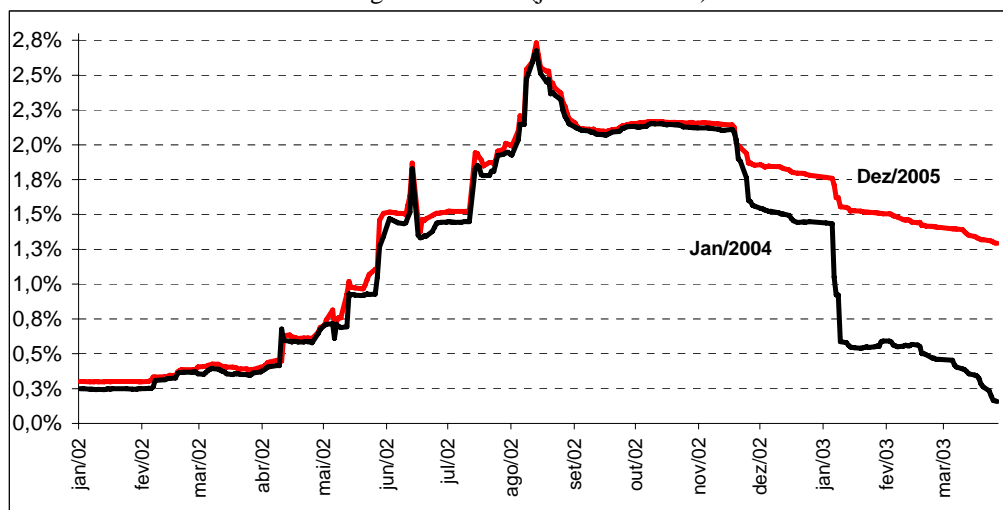
A despeito desta realidade de mercado há certo debate sobre a exata natureza da regulamentação sobre marcação a mercado em fundos que estava em vigor quando começa a se verificar a ocorrência de deságios nas LFTs de prazo maior, ou mais precisamente, antes da edição, pelo Banco Central, da Circular 3.086 de 15 de fevereiro de 2002. Com efeito, quando as pesquisas relativas às intenções de voto das eleições presidenciais de 2002 começaram a mostrar probabilidades elevadas de vitória para o candidato do Partido dos Trabalhadores, observou-se que as LFTs de vencimentos mais

---

<sup>5</sup> Para um amplo painel de explicações e análises sobre as LFTs vale a leitura do texto organizado por Edmar L. Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho “Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento” Rio de Janeiro: Contracapa Editora, ANBID e Casa das Garças, 2006.

longos começaram a ser negociadas com deságio, situação que vai se agravando até agosto de 2002, conforme pode ser visto no Gráfico 1, o que parecia refletir a percepção de risco de crédito, ou de que um governo do PT pudesse implementar alguma forma de confisco ou tributação especial da dívida pública.

Gráfico 1  
Deságios nas LFTs (jan/04 e dez/05)



Fonte: Andima

Antes da Circular 3.086/01, vigorava a Circular 2.654/96 que, genericamente determinava a marcação a mercado dos títulos públicos nas carteiras dos fundos e também a Carta Circular 2.929/00 que expressamente dispunha que “não é admitido proceder a avaliação dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos”. Em se tratando de LFTs, a interpretação dada por profissionais de mercado a esta norma é de que era redundante ou desnecessária, pois a distinção entre valor de mercado e custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos, para as LFTs, era apenas uma possibilidade teórica. Tendo em vista que os fundos de investimento tinham liquidez diária, *era de se presumir* que CC 2.929/00 fosse pertinente a títulos prefixados, e expressando o zelo do regulador em fazer com que fundos mantivessem rigorosamente *todos* os seus ativos marcados a mercado ainda que fossem títulos prefixados curtos e que houvesse a disposição de mantê-los até o vencimento, pois a liquidez diária poderia sempre permitir resgates inesperados e maciços que fizessem mudar a intenção do administrador de manter determinado papel até o vencimento.

As interpretações e presunções sobre quais eram efetivamente as normas para as LFTs se tornaram confusas na medida em que começou a crescer o deságio nas LFTs longas, conforme mostrado no Gráfico 1. Era plausível, mas não incontroverso, que se interpretasse que a “marcação na curva” das LFTs era *permitida ou admitida pelo regulador, ainda que implicitamente*. Igualmente plausível era a percepção de que, estritamente falando, a marcação na curva não era permitida, mas era indistinguível da “marcação a mercado” até fevereiro. Certas ou erradas estas presunções, o fato é que o texto da Circular 3.086/02, que vem em fevereiro, favorece a primeira interpretação, pois na medida em que a Circular 3.086/01 reforçou e detalhou a obrigatoriedade de “marcação a mercado”, *mas deu um prazo para enquadramento de vários meses, terminando em 30 de setembro, expressamente **admitiu** a existência e a permanência do desenquadramento durante um bom tempo*.

De fevereiro a maio de 2002, como pode ser visto no Gráfico 1, o deságio nas LFTs vai se elevando, e como ainda estamos dentro do prazo de enquadramento da Circular 3.086/02, o que se verifica é uma grande heterogeneidade de tratamento, por parte de diferentes gestores de fundos, de suas carteiras de LFTs. Alguns fundos já enquadrados, já tinham contabilizado perdas em suas quotas. Outros vinham retardando o enquadramento, e o registro de perdas em suas quotas, esperando uma reversão da situação, por exemplo, através de operações de recompra ou troca dos papéis pelo Banco Central, em formas que vinham sendo sugeridas por entidades de classe. Esta situação era problemática, uma vez que caracterizava desigualdade de tratamento e possibilidades de arbitragem e de quebra de isonomia entre quotistas, o que motivou o regulador, que neste momento já era a CVM, a emitir a Instrução 365 de 29 de maio de 2002 determinando, na prática, a marcação a mercado imediata das carteiras de LFTs com deságio. Esta providência ocasionou o reconhecimento imediato de perdas substanciais nas quotas dos fundos que vinham retardando o enquadramento, o que resultou em provocar uma espécie de “corrida” contra fundos de investimento de forma genérica. Os resgates maciços apenas faziam piorar a situação, pois os títulos ficaram excessivamente ofertados, e com isso os deságios cresceram ainda mais, produzindo uma redução no patrimônio líquido desses fundos de R\$ 341 bilhões no final de maio para R\$ 301 bilhões no final de agosto, mercê da captação líquida negativa e desvalorização das carteiras. Sensível a esta

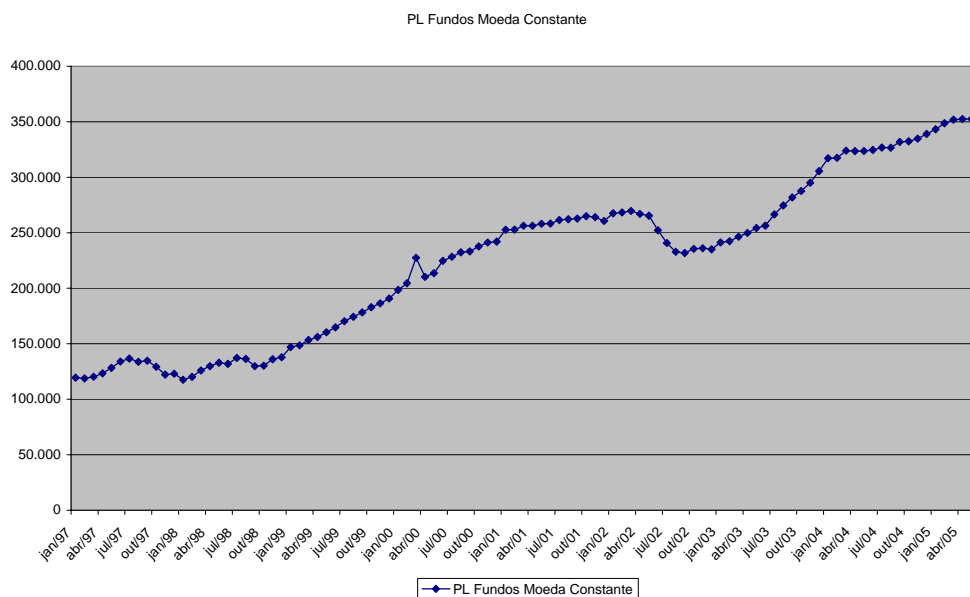
situação, que ficou conhecida como “a crise da marcação a mercado”, em 14 de agosto de 2002, a CVM recua e, através da Instrução 375, ameniza a obrigatoriedade de marcação a mercado de LFTs. É apenas depois deste recuo que os deságios começam a diminuir, conforme se observa no Gráfico 1.

Muita celeuma foi gerada em razão deste episódio. Diversos processos administrativos contra administradores de fundos foram iniciados na CVM, por suposto descumprimento de normas, e um processo judicial movido pelo IDEC – Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor e uma Ação Civil Pública proposta pelo Ministério Público Federal foram iniciadas contra o Banco Central e outros. Para os efeitos da questão de que tratamos neste documento, a pergunta a se fazer é sobre as conseqüências desses episódios para as perspectivas da indústria de fundos genericamente, e especificamente sobre o valor da DTVM e sobre a alegação segundo a qual a DTVM teria de mudar seu *mix* de negócios na direção da administração em detrimento da gestão de recursos, ou seja, na direção de um nicho menos rentável do mercado.

Como resultado dessas idas e vindas, a indústria de fundos teve perdas significativas na captação líquida, que foram posteriormente recuperadas amplamente, como se observa no Gráfico 2. Considerando um período mais longo de observação (janeiro de 1997 a junho de 2005), a taxa de crescimento real média anual para a indústria foi de 13,8% anuais, sendo que efetivamente em 2002 registrou-se uma queda real de 9,8%, embora em 2003 o crescimento tenha sido da ordem de 30%, parecendo indicar que os problemas de 2002 foram superados logo em seguida.

Gráfico 2:

Patrimônio Líquido do conjunto dos fundos mútuos com registro na ANBID, janeiro de 1997 a julho de 2005, em moeda constante de janeiro de 1997 (deflacionada pelo IPCA)



Fonte: ANBID.

Em alguma medida, parece observar-se aqui o que se passou no mercado de câmbio, uma instabilidade passageira motivada por eventos tópicos ou expectativas momentaneamente distorcidas, ou mesmo por medidas regulatórias confusas, mas de vida curta, que se esgota naturalmente e que faz crer que o mercado retorna à normalidade posteriormente ao tumulto. Não parece haver, portanto, indicações consistentes de uma ruptura ou descontinuidade na evolução da indústria de fundos, vista de forma genérica, que alterasse as perspectivas do setor.

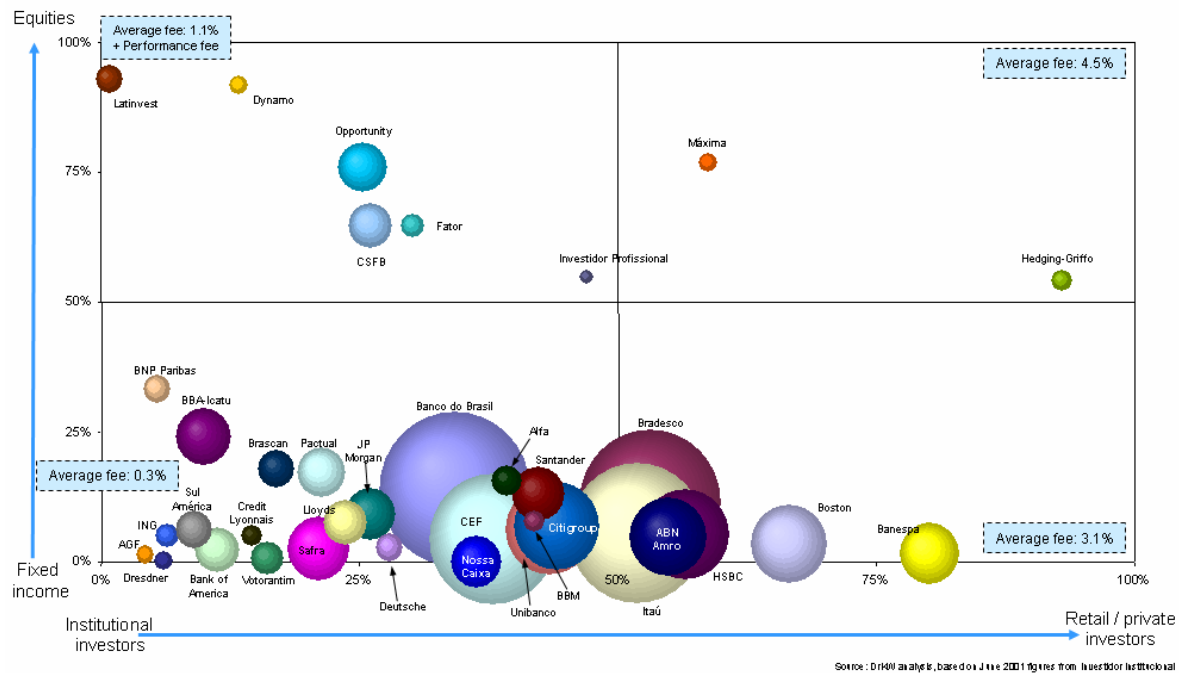
Diante da narrativa sobre a exata natureza da chamada “crise da marcação a mercado”, tudo parece indicar que, tal como no domínio da macroeconomia, no tocante aos fundos mútuos, observamos uma espécie de “retorno à normalidade” depois de 2002, que trouxe a indústria de administração e gestão de recursos ao “*status quo ante*”. Ademais, *não parece haver, em consequência dos episódios tratados nesta sub-seção, nenhuma mudança paradigmática, ou modificação fundamental na indústria que pudesse afetar muito substancialmente a avaliação, a lucratividade e o modelo de negócios das*



*empresas do setor. Ressalte-se especificamente que não existe, na visão do signatário, nada na chamada “crise da marcação a mercado” que viesse a forçar ou induzir a DTVM, ou qualquer outra instituição neste ramo de negócio a ampliar suas atividades de administração em detrimento das atividades de gestão, e portanto, a tornar-se menos rentável em consequência do episódio.* O signatário não consegue vislumbrar qualquer relação entre uma coisa e outra. Esta mudança de *mix* pode ter ocorrido em razão de estratégias empresariais específicas que a DTVM resolveu adotar face aos desafios competitivos do setor, que são o objeto da próxima sub-seção, em nada relacionadas às andanças da macroeconomia e da chamada “crise da marcação a mercado”.

### **3.3. Ajuste e consolidação na indústria de fundos.**

As estratégias empresariais empregadas pelas instituições competindo neste mercado *grosso modo* podem ser descritas com a ajuda do Gráfico 3 abaixo onde, essencialmente se distinguem duas estratégias típicas: a especialização em certos “nichos” de mercado, em boa medida capturada pelo percentual das carteiras aplicados em ativos de renda variável, e a busca de economias de escala especialmente através da distribuição no varejo. O Gráfico 3, cuja base é fevereiro de 2002, mostra três atributos dos diferentes participantes deste mercado: o *fee* médio, medido no eixo horizontal, o percentual dos ativos totais representados pela renda fixa, medido no eixo vertical, e o volume de ASAG medido pelo volume da “esfera” correspondente a cada instituição no gráfico.

Gráfico 3: Principais *players* na indústria de fundos

É de se notar que existem pelo menos duas estratégias de expansão disponíveis para as instituições dispostas no gráfico: (i) o crescimento dos volumes sob gestão, que deve representar maior lucratividade *especialmente se os recursos vêm do varejo*, onde os *fees* são maiores, mas também, embora em menor grau, se os volumes adicionais vêm de investidores institucionais, em administração fiduciária ou gestão passiva, na medida em que as instituições administradoras conseguem capturar as economias de escala evitando que a pressão competitiva resulte em compressão dos *fees*. (ii) a especialização em “nichos” pode ser um bom caminho para maiores *fees* dependendo da capacidade da instituição em trabalhar no segmento de renda variável (ou em derivativos), com vistas a buscar diferenciais de desempenho relativamente à gestão passiva, sem que isto represente o enfraquecimento da capacidade de a empresa atingir os clientes de varejo. O caminho “virtuoso” no gráfico é, portanto, na direção leste, ou idealmente para o nordeste.

Naquela ocasião, como hoje, a indústria de fundos era fortemente dependente do carregamento de títulos públicos, de modo que as decisões das autoridades quanto ao perfil da dívida pública terminavam afetando muito diretamente a natureza das políticas de gestão, e das estratégias empresariais, de cada instituição administradora. No período

que vai de meados de 2001, quando o acordo de acionistas foi firmado, até os dias de hoje, duas tendências são muito claras na política oficial de administração da dívida pública: (i) a manutenção, desde meados de 1998, de um alto percentual da dívida em LFTs; e (ii) uma redução substancial do percentual da dívida pública em títulos com correção cambial. Não se pode argumentar com clareza, por outro lado, que se reduziu a volatilidade cambial e das cotações na Bolsa de Valores senão a partir de meados de 2003 quando o novo governo assentou a crença de que políticas macroeconômicas convencionais seriam praticadas consistentemente. Mas se, por um lado, a volatilidade poderia apontar para estratégias mais “especializadas” durante o período de turbulência, por outro, estiveram presentes durante todo o governo anterior, e também no governo Lula, expectativas de que a Reforma da Previdência, bem como o crescimento da previdência privada aberta, representariam um gigantesco aumento de escala para a indústria de fundos. Com efeito, muitos *players* internacionais de porte se estabeleceram no Brasil com esta expectativa, que já estava um tanto esmaecida no final do governo do presidente Fernando Henrique Cardoso, a despeito da anunciada e confirmada intenção do novo governo em prosseguir com a Reforma.

O fato é que com a manutenção da dívida pública predominantemente em LFTs, cuja gestão, a rigor, não requer maiores habilidades e esforços, e com a frustração de expectativas talvez mesmo exageradas sobre as implicações da Reforma da Previdência sobre a indústria de fundos, o que se observou foi um movimento de consolidação, vendas e compressão competitiva de *fees* no contexto da qual deve ser entendida a perda de valor da DTVM relativamente às expectativas consagradas nos preços do *Put* e da *Call* acertados em junho de 2001. Ao que tudo indica, o posicionamento estratégico adotado na gestão da DTVM não logrou sucesso em caminhar para o nordeste no gráfico, e ao privilegiar o crescimento de volumes (ASAG), ou seja, “inchar a esfera”, a DTVM teve pouco sucesso em evitar a compressão de *fees* que, ademais, foi o que se verificou para a média da indústria. O Gráfico 4 adiante mostra efetivamente que as taxas de administração médias para diversas modalidades de fundos experimentaram um contínuo movimento de declínio, porém, de magnitude modesta em termos absolutos, algo da ordem de 0,10%, longe de ser uma depressão ou uma mudança paradigmática para pior na indústria.



para o exercício do *Put* sobre as ações da demandante. Conforme já observado na seção 2, todavia, as estratégias empresariais podem errar ou acertar, como é próprio nas economias de mercado, sem que acertos e erros sejam dados por circunstâncias excepcionais ou mirabolantes. Temos aqui, sem dúvida, um caso de uma estratégia empresarial de resultados muito aquém do esperado, o que está longe, muito longe de ser incomum.

#### **4. Interpretação econômica da “Teoria da Imprevisão”.**

Antes de concluir este parecer é de se notar que, na essência, estamos a discutir o fato de a demandada buscar abrigo em interpretações bastante abrangentes da “Teoria da Imprevisão”. Por isso é importante somar à análise já empreendida das circunstâncias objetivas que poderiam ensejar alguma aplicação do disposto no Artigo 478, uma pequena digressão sobre a importância da “Teoria da Imprevisão”, seu papel nas interpretações geralmente associadas ao “princípio da função social do contrato”, e o modo como o economista percebe esta problemática e suas conseqüências.

Os economistas aprenderam a conhecer as cláusulas *rebus sic stantibus*, e mais genericamente a chamada “Teoria da Imprevisão”, no estudo do desenvolvimento do instituto da correção monetária no Brasil<sup>6</sup>. A experiência inflacionária brasileira é absolutamente singular, uma das mais dramáticas deste planeta, tanto pela intensidade quanto pela duração, e não por outro motivo nenhum país se iguala ao Brasil na produção jurisprudencial e legislativa no tocante à correção monetária, ao que corresponde e compensa, lamentavelmente, um “déficit” na construção de instituições que constrangessem o Estado de abusar de seu “poder de senhoriagem” ou de sua irrestrita capacidade de “criar poder de compra” meramente através da pintura e distribuição de

---

<sup>6</sup> Cf. Arnaldo Wald “A evolução da correção monetária da era da incerteza” em Gilberto Ulhoa Canto e Ives Gandra da Silva Martins (eds) *A correção monetária no direito brasileiro* Rio de Janeiro: Saraiva, 1983. Ver também obra em co-autoria por economistas e juristas: Julian Chacel, Mario H. Simonsen e Arnaldo Wald (eds.) *Correção monetária* Rio de Janeiro, Apec, 1974.

pedaços de papel pintado<sup>7</sup>. Com efeito, o processo inflacionário brasileiro começa a se agravar, e a trazer enormes desafios ao mundo jurídico, ainda sob a égide do Decreto Lei 23.501/33, ou seja, na vigência de um ordenamento monetário essencialmente nominalista. Mesmo depois da publicação do Decreto 857/67, que revogou a vedação genérica às cláusulas de correção monetária do Decreto Lei 23.501/33, a aplicação de correção monetária a determinado universo de relações sempre foi “seletiva”, vale dizer, definida por lei específica e restrita aos casos aí definidos. Nos Tribunais, por outro lado, os evidentes desequilíbrios provocados pela inflação, devastadores e generalizados, abriram espaço para a proliferação de “revisões” em muitos tipos característicos de obrigações pecuniárias, em boa medida através da diferenciação, cada vez mais clara, entre “dívidas em dinheiro” e “dívidas de valor”. Nestas, era como se o direito à correção monetária, ou à correspondência entre a prestação e alguma noção qualitativa de valor real, estivesse garantido, em contraste com aquelas, onde a correção precisaria ser convencionalizada e prevista em lei, ao menos em tese, cabendo sempre o recurso à “onerossidade excessiva” quando o chamado “imposto inflacionário” fosse excessivamente corrosivo.

Não se deve perder de vista que o Brasil passa a viver circunstâncias especialíssimas a partir dos anos 1980 onde temos sempre presente um elemento “extraordinário”, além de “imprevisível”, pois a inflação, insistente e sucessivamente, lograria romper qualquer limite que pudesse existir em seu desenvolvimento. Com efeito, *no período entre abril de 1980 e maio de 1994, a inflação brasileira acumulou a assombrosa cifra de 20.759.903.275.651% (Vinte trilhões, setecentos e cinqüenta e nove bilhões, novecentos e três milhões, duzentos e setenta e cinco mil e seiscentos e cinqüenta e um por cento)*<sup>8</sup> É neste contexto superlativo que prospera a “Teoria da Imprevisão”, mesmo entre as “dívidas de dinheiro”, pois em situações desta gravidade, aqui como

---

<sup>7</sup> Cf. Gustavo H. B. Franco “Entre o horizontalismo e o privilégio – sobre a tensão na regulação da moeda” em Arthur Ituassu e Rodrigo de Almeida (eds.) *O Brasil tem jeito?* Rio de Janeiro, Editora Zahar, 2006. Ver também Antonio Mendes e Edson Bueno Nascimento “Estudo de direito monetário: a moeda e suas funções, obrigações monetárias; estipulação e indexação de obrigações monetárias” *Revista de Direito Mercantil XXX* (nova série) n. 84, outubro/dezembro de 1991.

<sup>8</sup> Cf. Tabela 10.1, pg. 265, Gustavo H. B. Franco “Auge e declínio do inflacionismo no Brasil” em Fábio Giambiagi *et alli* (orgs.) Economia Brasileira Contemporânea Editora Campus, Rio de Janeiro, 2005.

alhures<sup>9</sup>, é que se pode admitir que os contratos tenham sua validade sempre enfraquecida, e o Juiz amiúde seja chamado a rever a obrigação. Com efeito, é em decorrência dessa experiência que o novo Código Civil consagra este entendimento sobre a aplicabilidade da “Teoria da Imprevisão” sobre dívidas em dinheiro (*cf.* Art. 315), ao estabelecer em seu Artigo 317 que “quando, por motivos imprevisíveis, sobrevier desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução, poderá o juiz corrigi-lo, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, *o valor real da prestação*” (grifos meus).

Durante os anos 1980, portanto, enquanto se desenrolava processo inflacionário considerado excepcional por qualquer critério que se o tomasse, *a imprevisão, e conseqüentemente a “revisão” mercê de circunstâncias excepcionais ia se tornando tão freqüente a ponto de parecer a regra e não a exceção*. Ou seja, dentre as extraordinárias distorções provocadas pela inflação em contínua e surpreendente aceleração estava a de que, crescentemente, os contratos não existem para serem cumpridos, mas para serem revistos.

Com a lenta adoção da inovação institucional representada pela correção monetária (que se mostra, sublinhe-se, como um substituto inferior de instituições que teriam o condão de evitar o caos monetário), as “revisões” decorrentes da perda inesperada ou exagerada de poder aquisitivo da moeda vão se tornando não apenas “rotineiras” e de periodicidade cada vez menor, mas também “limitadas” à perda de poder de compra da moeda nacional. Ou seja, é do “revisionismo” motivado pela genuína emergência proporcionada pela hiperinflação que surge espontaneamente e se consolida o instituto da correção monetária<sup>10</sup>, cujo apogeu parece levar a uma redução do escopo de aplicação *ad hoc* da “Teoria da Imprevisão”, pois a mais freqüente das “surpresas”, a inflação, poderia ser “prevista” e mitigada ou tinha seus efeitos limitados por cláusulas cada vez mais elaboradas, e de aplicação cada vez mais ampla, de correção monetária.

---

<sup>9</sup> Em outros casos de grandes inflações, como o da Alemanha, a “Teoria da Imprevisão” teve alguma importância na discussão sobre a chamada revalorização de obrigações (“dívidas de dinheiro”) destroçadas pela inflação, mas sua aplicação no restante da Europa foi bastante limitada, *cf.* Alfred Nussbaum *Money in the law, national and international* Brooklyn, The Foundation Press, 1950, section 12-III, pp. 188-192.

<sup>10</sup> Uma vez estabelecido o direito, ou expectativa de direito à reconstituição do poder de compra decorrente de inflação, parece funcionar o Teorema de Coase, ou seja, surge o arranjo institucional que reduz custos de transação e se torna conveniente e econômico para ambas as partes de um contrato.

Todavia, na segunda metade dos anos 1980, cresce a consciência de que o mesmo expediente institucional inteligente, a indexação, que servia para “neutralizar” a inflação, como diziam os economistas, parecia servir *também* para a sua contínua reprodução<sup>11</sup>. Sendo este um dos elementos importantes na cadeia de causas da inflação, os planos econômicos “heterodoxos” que se iniciam com o Plano Cruzado em 1986, invariavelmente traziam mudanças no padrão monetário, congelamentos de preços e extensas alterações em contratos privados, especialmente nas cláusulas de correção monetária. A “Teoria da Imprevisão” adquire aí um novo e alentado campo de aplicação, *pois não é mais a inflação que se apresenta como elemento desestruturador das relações contratuais, mas os próprios planos de combate à inflação, que promovem intervenções do Estado no âmbito das relações econômicas constituídas numa extensão então desconhecida, comparável em violência com o Mal que procuram extirpar*. São imensas as controvérsias envolvendo o poder do Estado de alterar relações contratuais no momento de uma mudança de padrão monetário - pois se a moeda é uma criatura da lei, as cláusulas de correção monetária também o são - tendo em vista o desejo, ou o imperativo de não desequilibrar contratos e manter a “neutralidade distributiva”, ou mesmo, por que não?, *corrigir injustiças*<sup>12</sup>.

Quando a experiência de hiperinflação termina, com o advento do Plano Real, o país tinha de enfrentar muitas adaptações à nova realidade da moeda estável. Tal como nas tentativas anteriores, as normas da estabilização monetária teriam de buscar, no plano formal, o que os economistas designavam como “neutralidade distributiva”, e os juristas como “manutenção do equilíbrio contratual”, ou mais genericamente a proteções constitucionais ao ato jurídico perfeito e ao direito adquirido. O Plano Real, como é bem sabido, teve uma arquitetura diferente dos planos anteriores ao definir uma fase dita “de transição”, na qual existiria a URV como uma “meia moeda”, ou “moeda para contratos”, “dotada de curso legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário” (Art. 1, Lei 8.880/94), e permitiria que os próprios agentes econômicos, de moto próprio,

---

<sup>11</sup> Deve-se ao professor Mario Henrique Simonsen esta simples idéia, desenvolvida num trabalho de 1970, posteriormente malversada de forma variada através da chamada “teoria” da inflação inercial.

<sup>12</sup> Cf. Arnoldo Wald *O novo direito monetário: os planos econômicos, os contratos, o FGTS e a Justiça* São Paulo, Editora Malheiros, 1996. Ver também Letácio Jansen *Direito Monetário: ensaios e pareceres* Rio de Janeiro, Editora Lúmen Júris, 1997 e *Limites jurídicos da moeda* Rio de Janeiro, Editora Lúmen Júris, 2000.



conduzissem as revisões que bem entendessem em seus relacionamentos e contratos, sem se limitar à mera conversão na nova moeda<sup>13</sup>. Nesse desenho ficou bastante diminuída, relativamente a quaisquer dos planos de estabilização anteriores, a quantidade de relações a serem convertidas na moeda nova no momento da instituição e por força da lei instituidora do novo padrão monetário, bem como a quantidade de questionamentos à constitucionalidade de dispositivos específicos do Plano Real que ferissem direitos adquiridos<sup>14</sup>.

Independentemente do sucesso do Plano Real, todavia, parecia difícil limitar as seqüelas da hiperinflação e dos planos econômicos passados, ou mais precisamente, parecia difícil conter o “revisionismo” ensejado pelas feridas, transtornos e injustiças reais ou imaginárias, trazidas pela hiperinflação, pelos planos econômicos, ou pelas mudanças trazidas pelas reformas econômicas. Era como se esses danos, ou ressentimentos, tivessem sido amplos demais para que não permanecesse aberta uma válvula de ajuste, a “Teoria da Imprevisão”, que permitisse que o Judiciário pudesse oferecer a possibilidade de revisão de todas as relações que tinham sido tocadas pelo caos monetário e pelas tentativas de corrigi-lo. Nesse contexto, é certo que muitos problemas foram resolvidos e arbitrados pelo Judiciário, mas também é verdade que a recuperação e reparação de supostas “perdas decorrentes de planos econômicos” se tornou uma indústria repleta de oportunismo e falsas alegações. Para o economista preocupado com a solidez do ambiente contratual, o “revisionismo” ensejado pela “Teoria da Imprevisão” parece uma espécie de *herança maldita da instabilidade econômica*, por um lado, uma janela de solução de problemas residuais deixados pelos planos econômicos, mas de outro, um elemento de subjetividade na disciplina dos contratos que parece cada vez mais deslocado na medida em que se assenta em bases cada vez mais sólidas a normalidade no plano da macroeconomia.

---

<sup>13</sup> Implicitamente se admitia que, se a inflação *não era* “distributivamente neutra”, sendo amiúde caracterizada como “um imposto sobre o pobre”, seguramente a estabilização também não seria. Desta forma, a passagem para uma realidade de moeda estável traria muitas alterações nas relações econômicas que teriam de se compatibilizar com sua expressão formal no mundo dos contratos.

<sup>14</sup> Este resultado tornava-se ainda mais significativo tendo em mente que, juntamente à revisão de uma vasta gama de relações econômicas em decorrência da estabilização monetária, se somavam os extensos efeitos da reformas econômicas que constituíam o ataque aos desequilíbrios econômicos que compunham as “causas fundamentais” da hiperinflação.

Na verdade, quando o economista indaga sobre o exato papel para a “Teoria da Imprevisão” uma vez ultrapassada a absoluta excepcionalidade, representada pela hiperinflação e pelos planos econômicos anteriores a 1994, chega-se ao âmago de uma discussão de enorme atualidade e importância no mundo jurídico, aquela relacionada ao entendimento preciso do chamado “princípio da função social do contrato”, uma das mais interessantes e controversas inovações trazidas pelo novo Código Civil. De acordo com Miguel Reale<sup>15</sup>, trata-se aí do seguinte:

Firme consciência ética da realidade sócio econômica norteia a revisão das regras gerais sobre a formação dos contratos, a garantia de sua execução equitativa, bem como as regras sobre resolução dos negócios jurídicos em virtude de onerosidade excessiva, às quais vários dispositivos expressamente se reportam, dando medida do propósito de conferir aos contratos estrutura e finalidade sociais. É um dos tantos exemplos da “socialidade” do Direito.

É fácil ver que esta submissão da individualidade representada pela comunhão de vontades expressa em um contrato pode ser levada a um extremo indesejável de estender-se um véu de paternalismo, ou de dirigismo estatal, por sobre toda a malha de relações contratuais da economia, tal como se o Direito aí posto, ou aí interpretado, quisesse andar à frente da realidade social e implantar um novo paradigma contratual um tanto hostil à economia de mercado. Com efeito, conforme observa Paula Forgioni (*op. cit.* pág. 17, grifos meus):

Ninguém pode ignorar que a ‘santidade do pacto’ não é um cânone interpretativo inafastável. Mesmo antes da vigência do Novo Código Civil, institutos como a excessiva onerosidade, a lesão, a repressão ao abuso de dependência econômica eram implementados pelos Tribunais...Chega a ser desnecessário frisar que, por conta desses valores, mitigou-se o dogma identificado com o brocardo *pacta sunt servanda*. Mas a autonomia privada não desapareceu e continua sendo uma viga mestra do sistema de mercado. ...

Nenhuma interpretação de um contrato empresarial será coerente e adequada se retirar o fator erro do sistema, neutralizando os prejuízos (e os lucros) que devem ser suportados pelos agentes econômicos, decorrentes de sua atuação no mercado. Regra geral, o sistema jurídico não pode obrigar alguém a não ter lucro (ou prejuízo), mas apenas agir conforme os parâmetros da boa fé objetiva, levando em conta as regras, os princípios e as legítimas expectativas da outra parte. ... [Assim] é possível compreender que um ordenamento que – em nome da proteção do agente econômico mais fraco – neutralize demasiadamente os efeitos nefastos do erro para o empresário pode acabar distorcendo o mercado e

---

<sup>15</sup> Miguel Reale *O projeto de código civil: situação atual e seus problemas fundamentais* São Paulo, Saraiva, 1984, pág. 39 ss.

enfraquecendo a tutela do crédito. Em termos bastante coloquiais, o remédio erradicaria a doença, mas também mataria o doente.

É neste contexto de diálogo entre a economia e o Direito que se deve definir a justa medida de subordinação das individualidades ao “todo”. Entende-se, conforme já observado, que nas relações assimétricas, incluídas as do contrato de trabalho e que envolvem consumidores, e sujeitas a externalidades, e mesmo genericamente as relações que envolvem “não empresários”, que a interferência externa em um contrato possa ter lugar, por exemplo, ao amparo do Artigo 478 do Código Civil caso, evidentemente, os requisitos ali dispostos sejam observados. Com efeito, para o economista preocupado com a solidez das instituições, em particular no que toca ao ambiente contratual, torna-se absolutamente fundamental que o descumprimento de contratos pela via da “imprevisão” fique circunscrito a um *reduzidíssimo conjunto de possibilidades decididamente excepcionais* a fim de não se criar aí um foco de enfraquecimento do *enforcement* dos contratos em geral e, em última instância, da segurança jurídica e do direito de propriedade. Com efeito, mundo da globalização o tema do “respeito aos contratos”, e mesmo a chamada “estabilidade de regras” (vale dizer, a obediência aos compromissos explícitos e implícitos de política econômica, de natureza não contratual, por parte do poder público), se tornaram críticos para a comparação internacional entre países na mente de investidores e conseqüentemente para a as possibilidades de desenvolvimento econômico das nações. É ampla e crescente a literatura econômica associando a solidez da ordem jurídica e o crescimento econômico das nações<sup>16</sup>. Já existem estudos econômicos propondo que a “incerteza jurisdicional”, seja uma das principais causas para os juros excepcionalmente elevados praticados no Brasil e o baixo crescimento econômico<sup>17</sup>. É claro que na exata medida em que prevalece certa subjetividade no tocante ao respeito aos contratos em razão da popularidade da “Teoria de Imprevisão”, ou

<sup>16</sup> O trabalho pioneiro neste campo é o de Robert Barro *Determinants of economic growth: a cross country empirical study* Cambridge: MIT Press, 1997, onde se demonstra empiricamente que a variável “*rule of law*” tem importante e significativo efeito de longo prazo no crescimento econômico das nações, *cf.* págs. 26-27. Genericamente, o Banco Mundial patrocina pesquisas e estudos sobre o assunto; em <http://www1.worldbank.org/publicsector/legal/index.cfm> pode-se encontrar muito material sobre a importância da ordem jurídica para o desenvolvimento.

<sup>17</sup> Veja-se Persio Arida, Edmar Bacha e André Lara Rezende “Credit, interest and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil” em “Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003” coletânea de ensaios organizada por Francesco Giavazzi, Ilan Goldfajn e Santiago Herrera para a MIT Press, Cambridge, 2005.

do dispositivo da Constituição que estabelece a “função social da propriedade” (Art. 5, XXIII e Art. 170, III), ou do dispositivo do Novo Código Civil enunciando uma “função social do contrato” (Art. 421), prevalece também, e proporcionalmente, a percepção de certa subjetividade quando se trata das obrigações do Estado, que tendem a se refletir nas métricas de risco soberano, e que por sua vez afetam para pior o custo do capital no país. As agências de classificação de risco soberano Moody’s e Standard & Poors avaliam negativamente a capacidade de o Tesouro Nacional honrar suas obrigações. Seguramente existe correlação entre as notas baixas para o risco soberano (e os altos *spreads* praticados em mercado) e o ambiente contratual doméstico, que, no quesito “direitos de propriedade” também recebeu notas baixas no *survey* anual conduzido pela Heritage Foundation em conjunto com o Wall Street Journal - The Index of Economic Freedom – onde o Brasil aparece na 90ª posição numa amostra de 150 países e a proteção à propriedade privada no país é descrita como apenas “moderada”.<sup>18</sup> Em *rankings* internacionais especificamente voltados para a qualidade da governança em diversos países, como os regularmente produzidos pelo Banco Mundial<sup>19</sup>, um de seis atributos da boa governança é o que a pesquisa define como “*rule of law*”. Neste quesito, onde o “respeito aos contratos” figura com o mais absoluto destaque, o Brasil tem um *score* de *menos* 0,32, numa escala que vai de – 2,5 a + 2,5, o que nos coloca no topo do quarto quartil, uma posição ruim, como pode ser visto no Gráfico 5 abaixo:

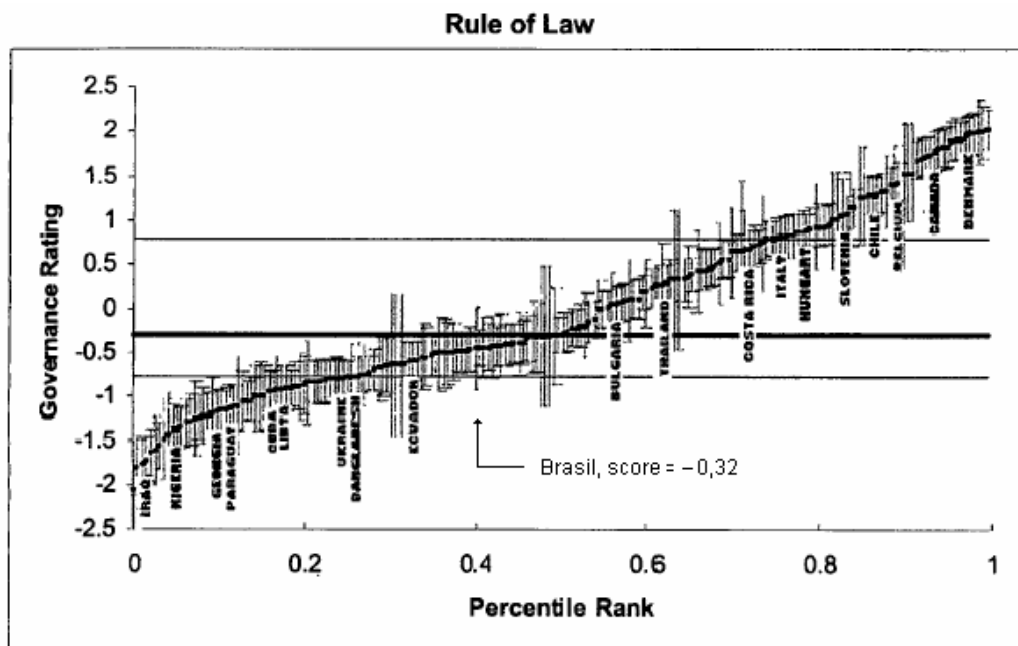
---

<sup>18</sup> Veja-se <http://www.heritage.org/research/features/index/countries.cfm>.

<sup>19</sup> Daniel Kaufmann, Aart Kraay e Massimo Mastruzzi “Governance matters III: governance indicators 1996-2002” The World Bank Policy Research Working Paper Series n. 3106, agosto de 2003.

Gráfico 5:

Ranking para atributos de governança em 155 países no quesito “rule of law”



Fonte: Kaufmann *et alii*, *op. cit.* pág. 50

Por tudo isso o “revisionismo” e a subjetividade no respeito aos contratos devem ser vistos como prejudiciais aos interesses econômicos do país. Suas raízes são profundas; o problema nada tem de novo. O “paternalismo contratual” deve ser visto como resultante da tensão bem descrita pelo antropólogo Roberto Da Matta entre a “casa” e a “rua”, esta representando o horizontalismo, a impessoalidade de lei e do mercado e a universalidade das regras de convivência social e da cidadania, e aquela representando o personalismo, a parentela, o casuísmo, o “jeitinho”, o privilégio e o império das circunstâncias e do “caso-a-caso”. Conforme ensina o mestre Da Matta<sup>20</sup>:

Vivemos numa sociedade onde existe uma espécie de combate entre o mundo público das leis universais e do mercado; e o universo privado da família, dos compadres, parentes e amigos. É uma sociedade que possui formas diferenciadas de definição de seus membros, de acordo com o conjunto de relações que eles possam clamar ou demonstrar em situações específicas. Assim, se sou um cidadão na festa cívica da Independência e no comício político, não quero, de modo algum ser *apenas* cidadão quando estou às voltas com a polícia num caso de roubo, ou me vejo tendo que tomar um empréstimo bancário ... Em outras palavras, há uma forma de cidadania universalista, construída a partir dos papéis

<sup>20</sup> Roberto Da Matta *A casa e a rua: espaço, cidadania, mulher e morte no Brasil* São Paulo, Editora Brasiliense, 1985, págs. 72-73.

modernos que se ligam à operação de uma burocracia e de um mercado; e também outras formas de filiação à sociedade brasileira – outras formas de cidadania – que se constroem através de espaços tipicamente relacionais, dados a partir do espaço da “casa”.

É claro que, nesse contexto, o “revisãoismo contratual”, ou a interpretação “socialista” ou “paternalista” do que se entende por “função social do contrato”, apela ao tradicional e ao relacional, e à propensão nacional ao trato subjetivo, pessoal e “cordial”, no sentido dado à palavra pelo mestre Sergio Buarque de Hollanda, de qualquer controvérsia envolvendo contratos. No caminho contrário da impessoalidade, o “paternalismo contratual” procura a individualização, pretende dar poderes a um Juiz para sempre “reequilibrar” um relacionamento abalado pela existência de um “perdedor”, *a priori* uma “vítima inocente” (como se existisse tal coisa nos negócios empresariais), geralmente carente de indenização inclusive pelo Estado, amiúde o culpado por tudo que fracassa no país. Deve-se ter claro que ***o “paternalismo contratual” é o correspondente microeconômico do que o populismo representa no plano da macroeconomia. Tanto o paternalismo contratual, quanto o populismo, são manifestações de inconsistência entre o falso alívio no curto prazo, geralmente destinado ao “hipossuficiente”, categoria que parecia incluir a todos, e a segurança jurídica necessária para o verdadeiro equilíbrio nas relações econômicas.*** Nesta linha valem as sábias palavras do ilustre ministro Eros Grau, a propósito de supostos “novos paradigmas” quando se trata de contratos<sup>21</sup>:

Infelizmente, nossa jurisprudência às vezes se esmera em fazer ruir [o] pressuposto de certeza e segurança, intervindo em contratos privados celebrados entre agentes econômicos que nada têm de hipossuficientes. A autonomia de vontade, que deveria ser a regra, é indevidamente substituída pelo entendimento que o julgador tem do negócio. Passa o Judiciário, então, a ignorar o pressuposto básico da racionalidade dos agentes econômicos, arvorando-se da condição de protetor daqueles que tinham plenas condições de contratar e se obrigar em igualdade de condições. ...

Por tudo isso, sustento que não existe e não deve ser perseguido um “novo paradigma” de contrato”. O contrato segue e sempre seguirá viabilizando a fluência das relações de mercado e somente enquanto atender a essa função (e apenas nessa justa medida) a proteção do consumidor (ou do hipossuficiente) encontrará abrigo no sistema jurídico.

---

<sup>21</sup> Eros Roberto Grau “Um novo paradigma dos contratos?” Revista Trimestral de Direito Comercial ano 2 número 5, Janeiro/Março de 2001, págs. 73-82.

Concluiu-se, portanto, que o nosso ordenamento jurídico, na medida em que trata diferenciadamente apenas os contratos envolvendo consumidores, as relações de trabalho e as situações que envolvem externalidades, deixou pouco espaço para o “paternalismo” no tocante a relações empresariais, como são as de que trata esta lide. Neste contexto específico, *se algum significado econômico é para ser associado à expressão “função social do contrato” é o de oferecer a moldura institucional adequada para o funcionamento da economia de mercado, assim refletindo os usos e costumes da economia global, os quais não enxergam com benevolência quaisquer desvios, ainda mais quando sistemáticos, do paradigma da força obrigatória do contrato, especialmente quando se trata das relações ditas de natureza empresarial. O “populismo contratual” é uma distorção que pode ser ensejada pelo novo Código Civil, mas deve ser evitada sob pena de prejudicar a segurança jurídica e o desenvolvimento econômico do país.*